



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# A Qualidade da Informação no contexto das PME em Portugal: As Empresas Familiares

Trabalho Final na modalidade de Dissertação apresentado à Universidade  
Católica Portuguesa para obtenção do grau de mestre em Auditoria e  
Fiscalidade

por

Marta Diana da Silva Fernandes

sob orientação de

Professor Doutor Manuel Ricardo Fontes da Cunha

Professor Doutor Paulo Alexandre Pimenta Alves

Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa

Março, 2017



# Agradecimentos

Ao professor Doutor Paulo Alves e ao professor Doutor Ricardo Cunha, por me concederem o privilégio de contar com as suas orientações. Pela atenção, paciência e generosidade, pela inspiração e partilha de conhecimentos.

Ao professor Doutor Ricardo Ribeiro pela ajuda e disponibilidade em todos os momentos.

Aos meus pais, em especial à minha mãe, pelo apoio incondicional e pela possibilidade de frequentar este mestrado.

À minha irmã, Raquel, pela paciência e disponibilidade.

Aos meus amigos, pelo apoio e amizade durante esta fase importante no culminar de mais uma etapa.



# Resumo

A presente dissertação procura analisar, sinteticamente, a qualidade da informação no contexto das Pequenas e Médias Empresas (PME) existentes em Portugal, revelando-se de extrema pertinência analisar para esse efeito, se existe uma maior propensão para estas - no contexto das empresas familiares - manipularem os seus resultados. O foco irá centrar-se nas PME dada a sua importância na economia portuguesa, sendo as principais responsáveis pelo investimento e desenvolvimento em Portugal.

A metodologia utilizada para avaliar o impacto da estrutura de propriedade na manipulação de resultados, será baseada em *accruals*, através da aplicação do modelo de Dechow e Dichev (2002), onde optamos por efetuar uma análise *cross section*, por forma a prevenir eventuais problemas de enviesamento associados à utilização de modelos de séries temporais (Peasnell et al., 2005). Adicionalmente, utilizaremos o modelo de distribuições de Burgsthaler e Dichev (1997) para uma análise acerca do comportamento das empresas.

Com base numa amostra de 64.646 PME e recorrendo à estimação do modelo de Dechow e Dichev (2002), os resultados empíricos evidenciam que existe uma relação positiva entre a propriedade da empresa e a prática de manipulação de resultados. Em particular, conclui-se que quanto maior a percentagem de capital detido por cada acionista que tem pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do gestor, maior o desvio-padrão (menor qualidade de informação), e consequentemente, maior o nível de manipulação de resultados.

**Palavras-chave:** Qualidade da informação, manipulação de resultados, governo das sociedades, estrutura de propriedade, *accruals* discricionários.



# Abstract

This dissertation briefly summarizes the quality of information in the context of Small and Medium Enterprises (SMEs) in Portugal, and it is extremely pertinent to analyze to that effect if there is a greater propensity for these companies - in the context of Family businesses - to manipulate their results. The focus will be on SMEs given their importance in the context of the Portuguese economy. SMEs are primarily responsible for investment and development in Portugal.

The methodology used to evaluate the impact of the property structure in the manipulation of results, will be based on accruals, through the application of Dechow and Dichev (2002) model, where we chose (Peasnell et al., 2005). In order to avoid any bias problems associated with the use of time series models, Pearson et al. In addition, we will use the distributions model of Burgsthaler and Dichev (1997) for an analysis about the behavior of companies.

Based on a sample of 64,646 SMEs and using the Dechow and Dichev (2002) model, the empirical results show that there is a positive relationship between company ownership and the practice of earnings management. In particular, it is concluded that the higher the percentage of capital held by each shareholder who has at least one surname equal to the two surnames of the manager, the greater the standard deviation (lower quality of information), and consequently, the higher the level of earnings management.

**Keywords:** Information quality, earnings management, corporate governance, ownership structure, discretionary accruals.





# Índice de Tabelas

Tabela 1. Definições de <i>earnings management</i> dos principais autores da literatura americana.....	9
Tabela 2: Evolução dos ratings da República Portuguesa e dos bancos portugueses. .....	18
Tabela 3. Procedimento de seleção da amostra.....	40
Tabela 4. Definição das variáveis.....	41
Tabela 5: Efeito esperado das variáveis explicativas na variável dependente .....	45
Tabela 6: Resultados de estimação do Modelo de Dechow e Dichev (2002). ....	51
Tabela 7: Estatística descritiva da regressão linear múltipla .....	52
Tabela 8: Resultados da estimação econométrica .....	53



# Índice de Gráficos

Gráfico 1: Proporção das sociedades não financeiras com capital próprio negativo por dimensão, para o período 2013-2014. ....	19
Gráfico 2: Proporção das sociedades não financeiras com resultado líquido negativo por dimensão, para o período 2013-2014. ....	19
Gráfico 3: Distribuições empíricas dos resultados líquidos para as microempresas. ....	49
Gráfico 4: Distribuição dos resultados líquidos para as pequenas empresas.....	49
Gráfico 5: Distribuição dos resultados líquidos para as médias empresas.....	49
Gráfico 6: Distribuição dos resultados para as PME. ....	50



# Glossário

APEF – Associação Portuguesa de Empresas Familiares

BCE – Banco Central Europeu

BdP – Banco de Portugal

EF – Empresas Familiares

EUA – Estados Unidos da América

INE – Instituto Nacional de Estatística

MR – Manipulação de Resultados

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PAT – Positive Accounting Theory

PME – Pequenas e Médias Empresas

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

UE – União Europeia



## Índice

Agradecimentos.....	iii
Resumo .....	v
Abstract.....	vii
Índice de Tabelas .....	ix
Índice de Gráficos.....	xi
Glossário .....	xiii
<b>Capítulo 1.....</b>	<b>1</b>
<b>Introdução .....</b>	<b>1</b>
1.1. Contexto do tema.....	1
1.2. Motivações e Objetivos .....	2
1.3. Metodologias de investigação e organização do trabalho.....	3
<b>Capítulo 2.....</b>	<b>5</b>
<b>Revisão da Literatura .....</b>	<b>5</b>
2.1 A Qualidade da informação: a relevância da temática .....	5
2.2 Conceito de <i>earnings management</i> no âmbito da determinação da qualidade dos resultados .....	8
2.3 Incentivos à manipulação de resultados.....	11
2.3.1 Incentivos com origem externa à empresa.....	12
2.3.1.1 Incentivos no mercado de capitais .....	12
2.3.1.2 Incentivos contratuais .....	12
i) Contratos da dívida.....	13
ii) Planos de compensação.....	13
2.3.1.3 Incentivos fiscais e legais .....	14
2.3.1.4 Incentivos relacionados com custos políticos e as regulações sectoriais .....	14
2.3.2 Incentivos à manipulação de resultados no contexto português ...	15
2.3.2.1 Principais indicadores económicos – contexto internacional e nacional .....	16
2.4 Definição de empresa familiar.....	20
2.5 “Corporate Governance”, custos de agência, “entrenchement” e “earnings management” no contexto das empresas familiares.....	21
<b>Capítulo 3.....</b>	<b>27</b>
<b>Métodos de deteção de práticas de <i>earnings management</i>.....</b>	<b>27</b>
3.1 Métodos baseados na análise de rácios e tendências .....	27
3.2 Métodos baseados em casos de violação de princípios .....	28
3.3 Métodos baseados na observação e análise da distribuição dos resultados relatados.....	28
3.4 Métodos baseados em <i>accruals</i> .....	29
3.4.1 Modelo de Healey (1985).....	29
3.4.2 Modelo de Jones (1991) .....	30

3.4.3	Modelo de Jones Modificado - Dechow, Sloan e Sweeney (1995) ..	32
3.4.4	Modelo de Dechow e Dichev (2002) .....	33
<b>Capítulo 4</b>	.....	37
<b>Estudo empírico</b>	.....	37
4.1	Formulação da hipótese de investigação .....	37
4.2	Dados e caracterização da amostra.....	38
4.3	Descrição das variáveis .....	41
4.4	Modelo empírico .....	41
4.4.1	Definição da variável explicativa (variável de interesse) .....	43
4.4.2	Definição das variáveis de controlo .....	44
<b>Capítulo 5</b>	.....	47
<b>Análise e Discussão dos resultados</b>	.....	47
5.1	Implementação do modelo de Burgstahler e Dichev (1997) .....	47
5.2	Implementação do modelo de Dechow e Dichev (2002) .....	51
5.2.2	Estatística Descritiva .....	52
5.2.3	Resultados empíricos .....	53
<b>Capítulo 6</b>	.....	59
<b>Conclusão e desenvolvimentos futuros</b>	.....	59
6.1	Conclusão .....	59
6.2	Desenvolvimentos futuros .....	60
Referências Bibliográficas	.....	63



# Capítulo 1

## Introdução

### 1.1. Contexto do tema

O presente trabalho assenta na qualidade da informação no contexto das PME em Portugal, sendo direccionado especialmente para a realidade das empresas familiares. Existe já uma vasta literatura sobre esta temática no contexto anglo-saxónico, e sobre empresas cotadas. Todavia, podemos constatar que, em Portugal é um tema recente, daí a pertinência em abordarmos a qualidade da informação com foco nas PME.

Dada a caracterização elementar do tecido empresarial português, e tendo presente que as PME representam cerca de 99% das empresas em Portugal (INE, 2016), podemos afirmar com real confiança que estas empresas desempenham um papel preponderante de desenvolvimento e investimento na economia portuguesa. De acordo com dados recentes do Instituto Nacional de Estatística (INE), em 2014, estavam em atividade no território nacional cerca de 1.127,317 empresas não financeiras. Verificou-se também que o setor empresarial não financeiro, com 3.445,226 pessoas ao serviço, gerou um volume de negócios de 322.637 milhões de euros (INE, 2016).

Além do contexto empresarial português, importa acrescentar uma informação relevante para a análise económica e financeira, relacionada com a adoção em 2010 de um novo normativo contabilístico, o Sistema de Normalização Contabilística (SNC), o qual assenta mais em princípios do que em regras, dotando assim, o agente económico de uma maior discricionariedade na aplicação dos princípios contabilísticos, usualmente associada às escolhas de políticas contabilísticas e ao uso de estimativas. Neste âmbito, surge a flexibilidade para alterar o relato financeiro, de forma a ser ajustado às diferentes realidades e contextos, o que leva a que haja margem para a

prática de *earnings management*, com o intuito de iludir os *stakeholders* sobre a imagem verdadeira e apropriada das demonstrações financeiras (Correia, 2009).

Um dos aspetos de relevo da qualidade da informação está relacionado com a capacidade desta para ajudar a prever os fluxos de rentabilidade futuros, no caso de haver manipulação de resultados, esta leva automaticamente à deteiorização da qualidade da informação (Moreira, 2008). No decorrer das últimas décadas foram vários os escândalos financeiros que puseram em causa a credibilidade e a qualidade da informação expressa nos relatórios financeiros apresentados pelas empresas.

Tendo em conta a caracterização do contexto económico e legal português, é apropriado o nosso trabalho, no sentido de aferirmos sobre o impacto que uma empresa com carácter familiar (pela análise da estrutura de propriedade) tem nas práticas de manipulação de resultados.

Neste sentido, procuraremos ao longo deste trabalho definir e enquadrar os conceitos de manipulação de resultados, qualidade da informação, empresa familiar, *corporate governance*, estrutura de propriedade, custos de agência e o fenómeno de entrenchamento. Faremos uma análise lógica, tendo sempre por base os incentivos que poderão estar na origem da manipulação, e que influenciarão o sentido que esta possa tomar.

## **1.2. Motivações e Objetivos**

A elaboração deste trabalho tem subjacentes duas motivações.

Em primeiro lugar, o tema escolhido foi a Qualidade da Informação no contexto das PME em Portugal: As Empresas Familiares, que se inclui na área de auditoria e contabilidade financeira. Neste sentido, e no âmbito da relação entre acionistas gestores, a qualidade da informação financeira pode ainda ser influenciada por fatores relacionados com a estrutura de governo de sociedades. Formularemos uma questão de investigação onde se procura medir o impacto da estrutura de propriedade das empresas nas práticas de *earnings management* e consequente afetação na qualidade da informação.

Em segundo lugar, efetuar uma análise tendo em conta o contexto real português, com o propósito de dar mais um contributo para a análise e avaliação da relação entre a estrutura de propriedade e o “*earnings management*”, tentando medir quanto o grau de parentesco entre gestores e proprietários terá influência nas práticas de manipulação de resultados, através da informação recolhida na base de dados do Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI).

No que concerne aos resultados esperados, importa referir que, embora alguns autores argumentassem que a propriedade familiar de uma empresa está associada a uma maior qualidade dos lucros e a um melhor desempenho da empresa (Ali, Chen e Radhakrishnan, 2007; Anderson e Reeb, 2004; Wang, 2006), a manipulação dos resultados tornou-se, com o evoluir dos tempos, uma questão importante para as empresas com controlo familiar. Com efeito, empresas familiares têm menos problemas no que respeita a custos de agência (problemas de agência tipo I), por causa da sua reduzida separação entre propriedade e gestão. No entanto, têm maiores problemas de agência entre o acionista maioritário e os acionistas minoritários, relacionados, por exemplo, com a expropriação de riqueza por parte dos acionistas maioritários.

Importa referir que os problemas de agência tipo I surgem aquando da separação de poderes entre a gestão e a propriedade, sendo aqui identificado um conflito de interesses entre proprietários e dirigentes (gestores), cujo risco de eliminação origina os denominados custos de agência (Jensen e Meckling, 1976), os quais abordaremos com maior detalhe na Revisão da Literatura.

De acordo com o exposto, temos como principal objetivo, aferir se as empresas com carácter familiar têm maior propensão para a prática de manipulação de resultados do que as empresas com carácter não familiar.

### **1.3. Metodologias de investigação e organização do trabalho**

A metodologia de investigação que será utilizada neste trabalho assenta principalmente em dois métodos de deteção de práticas de *earnings management*, o

método baseado em *accruals*, através da aplicação do modelo de Dechow e Dichev (2002), como forma de aferir sobre a qualidade dos *accruals* e o modelo de Burgstahler e Dichev (1997) como forma de avaliar o comportamento das empresas, pela análise das distribuições empíricas dos resultados líquidos.

A recolha de toda a informação será efetuada com recurso à base de dados SABI.

Relativamente aos conteúdos do presente trabalho, estes serão organizados por seis capítulos.

No primeiro capítulo, na introdução, será feito o enquadramento geral da dissertação, enumerando as motivações para a sua realização e os objetivos que se pretendem atingir; é definido o âmbito e sintetizada a metodologia de estudo e organização do trabalho.

No segundo capítulo, na Revisão da Literatura, faremos uma revisão aos principais conceitos: qualidade da informação, *earnings management*, empresa familiar, *corporate governance*, bem como aos principais indicadores económicos e incentivos subjacentes à manipulação de resultados.

No terceiro capítulo, referente aos Métodos de deteção de práticas de *earnings management* será feita uma breve descrição aos principais métodos empíricos de deteção de práticas de *earnings management*.

No quarto capítulo, quanto ao Estudo Empírico, será efetuada a formulação da hipótese de investigação, com posterior apresentação dos dados e caracterização da amostra em análise; por fim, é apresentado o modelo empírico.

No quinto capítulo, relativo à Análise e Discussão dos resultados empíricos será feita a implementação dos modelos de Burgstahler e Dichev (1997) e de Dechow e Dichev (2002), respetivamente. Com posterior apresentação dos resultados empíricos.

Por fim, no capítulo sexto e último, dedicado à Conclusão e Desenvolvimentos Futuros serão apresentadas as principais conclusões retiradas com a elaboração desta dissertação, e descrevem-se as principais perspetivas e desenvolvimentos futuros.

# Capítulo 2

## Revisão da Literatura

Neste capítulo trataremos um conjunto de contributos e influências importantes sobre a evolução – teórica e empírica – da temática da qualidade da informação. Abordaremos o conceito de manipulação de resultados, analisando os diversos incentivos que poderão estar na sua origem.

Também neste capítulo será apresentada a relação existente entre estrutura de propriedade e manipulação de resultados no contexto das empresas familiares.

### 2.1 A Qualidade da informação: a relevância da temática

A temática da qualidade da informação tem ganho um gradual relevo nos últimos anos - consequência da crescente globalização económica e financeira - tendo repercussões diretas na tomada de decisão dos investidores e restantes *stakeholders*<sup>1</sup>, como forma de verem mitigados os seus riscos.

No decorrer das últimas décadas foram vários os escândalos financeiros que puseram em causa a credibilidade e a qualidade da informação expressa nos relatórios financeiros apresentados pelas empresas. Falamos de casos concretos como, por exemplo, a Enron, a Global Crossing e a WorldCom, nos Estados Unidos da América (EUA). Com efeito, a onda de escândalos levantou uma série de preocupações sobre a falta de supervisão dos respetivos órgãos da administração, bem como, do nível de independência dos comités de auditoria, nomeadamente em relação ao controlo dos relatórios financeiros (Rezaee, 2003).

Em Portugal, com a aprovação e publicação do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho, entrou em vigor a 1 de janeiro de 2010, o SNC. Este novo normativo tem como finalidade adotar e utilizar as normas internacionais de contabilidade, com vista a

---

<sup>1</sup> Os *Stakeholders* incluem todos os agentes económicos com interesses legítimos na empresa, tais como: fornecedores, clientes, trabalhadores, intermediários financeiros e reguladores.

harmonizar a informação financeira, e assim, assegurar um maior nível de transparência e de comparabilidade das demonstrações financeiras. O SNC veio garantir uma maior sintonia com as diretivas e regulamentos contabilísticos adotados na União Europeia (UE), sendo considerado um modelo normativo mais assente em princípios do que em regras, o que leva a uma análise mais subjetiva no que respeita à elaboração e entendimento das normas (Correia, 2009). Consequentemente, esta subjetividade deixa margem ao gestor de uma empresa para que haja uma oportunidade para a prática de manipulação de resultados.

Healey e Wahlen (1999) defendem que a manipulação de resultados ocorre quando os gestores utilizam o seu julgamento profissional na preparação das demonstrações financeiras e nas operações com o intuito de alterar o relato financeiro, induzindo em erro alguns investidores sobre o desempenho económico e financeiro da empresa, ou mesmo para influenciar certos contratos que dependem da informação contabilística da empresa.

Atualmente, e dadas as circunstâncias, quando falamos em qualidade da informação das demonstrações financeiras, surge de imediato a questão sobre se as empresas no exercício da sua atividade relatam os seus resultados de forma a traduzirem fidedignamente o seu desempenho económico e financeiro. Desta feita, importa ressaltar que, a informação contabilística é crucial no mercado de capitais, para empresas concorrentes. Sendo que, a elevada qualidade no reporte da informação financeira é bastante apreciada por todos os mercados participantes, permitindo assim, a redução da informação assimétrica (Jensen e Meckling, 1976).

A assimetria de informação surge de uma diferença de expectativas entre os gestores e os acionistas (*gap*), isto é, provém do facto de os gestores deterem informação privilegiada no processo de tomada de decisão face aos acionistas. Ao existir uma disparidade no acesso à informação, entre gestores e acionistas, haverá a tendência para o gestor maximizar a sua riqueza pessoal em detrimento da riqueza do acionista. Devemos perceber, desde logo, qual o contexto económico, legal, fiscal e social onde o

agente económico está inserido, pois essa caracterização será a base para determinar a natureza e o sentido dos incentivos à manipulação (Jones, 1991; Moreira, 2008).

Segundo Schipper (1989), a prática de manipulação de resultados acontece aquando da preparação da informação financeira de forma pensada no seguimento dos benefícios que os gestores pretendem auferir, contrariando uma gestão que desde o início deveria ser neutra. Por conseguinte, os gestores deparam-se com um forte incentivo para escolherem, dentro do normativo contabilístico, uma forma de enviesarem os seus resultados, optando por métodos contabilísticos mais favoráveis a si mesmos, tendo em vista a obtenção de benefícios próprios (manipulação oportunista, e.g. Watts e Zimmerman, 1978; Beneish, 2001).

Esta problemática leva-nos a refletir sobre os custos de agência entre acionistas, gestores e credores. De acordo com Jensen e Meckling (1976), e tendo por base as relações de agência foram identificados dois tipos de conflitos. O conflito entre proprietários (acionistas) e dirigentes (gestores), e o conflito entre proprietários (acionistas) e credores. O primeiro conflito surge, na maioria das vezes, em empresas de grande dimensão, aquando da separação entre a propriedade e a gestão, onde o risco de eliminação origina custos de agência que podem ser atenuados de duas formas, ou através do aumento da participação dos gestores no capital próprio dessa mesma empresa (Jensen e Meckling, 1976) ou através do recurso ao endividamento (Jensen e Meckling, 1976; Grossman e Hart, 1982; Jensen, 1986; Stulz, 1990).

Por outro lado, quando a propriedade e a gestão se fundem na mesma pessoa (visível maioritariamente em PME<sup>2</sup>), os problemas de assimetria de informação e os custos de agência centram-se entre sócios e credores. Neste caso, o proprietário detém a propriedade da empresa, e ao mesmo tempo, acumula o cargo de gestor e/ou administrador. Neste sentido, e de acordo com Dechow e Skinner (2000) há a possibilidade de manipular os resultados quando no decorrer da preparação dos

---

<sup>2</sup> Ao longo do nosso trabalho, seguiremos a Recomendação 2003/361/CE da Comissão relativa à definição de PME (Pequenas e Médias Empresas). Teremos em consideração todas as empresas com um número de efetivos (empregados) inferior a 250; um volume de negócios inferior ou igual a 50 milhões de euros ou um balanço total inferior ou igual a 43 milhões de euros.

relatórios financeiros, esteja empregue o juízo de valor do gestor (quem prepara), com o propósito de omitir o verdadeiro desempenho económico da empresa.

Posto isto, e com o intuito de ver reduzida a assimetria de informação, surgem os mecanismos de governo das sociedades – na terminologia anglo-saxónica designados por *corporate governance* – que poderão desempenhar um papel fulcral nesta matéria. Abordaremos com maior detalhe este assunto no ponto 2.5.

## **2.2 Conceito de *earnings management* no âmbito da determinação da qualidade dos resultados**

A temática de *earnings management* tem sido alvo de vários estudos ao longo dos últimos anos, e os resultados obtidos têm permitido perceber quais os incentivos, instrumentos utilizados e constrangimentos à manipulação. Por conseguinte, foram sendo percecionados alguns impactos da manipulação, quer internos à empresa (e.g. alteração das equipas de auditoria e de gestão), quer externos (implementação de códigos de bom governo e alteração e/ou criação de medidas legislativas).

Não existe uma definição universal de *earnings management*, pelo que é possível reconhecer várias expressões quando falamos em distorção nas demonstrações financeiras, tais como: manipulação de demonstrações financeiras (*manipulation of financial statements*), manipulação de resultados (*earnings management*), manipulação contabilística (*accounting manipulation*), contabilidade criativa (*creative accounting*) e jogo dos números financeiros (*financial numbers game*).

De forma sucinta, e tendo por base a literatura americana, foi-nos possível destacar na tabela a seguir apresentada, não todas, mas as definições que no nosso entendimento aclararam o fenómeno da manipulação dos resultados.



Autores	Ano	Definição de <i>earnings management</i>
Ronen, J. e V. Yaari	2007	Os autores definem <i>earnings management</i> como uma estratégia de gestão de resultados contábilísticos resultante da discricionariedade <sup>3</sup> dos órgãos de gestão, em relação a opções contábilísticas e fluxos de caixa operacionais.
Mulford, C. W. e E. E. Comiskey	2005	Os autores definem <i>earnings management</i> como uma estratégia de manipulação ativa de resultados em direção a um alvo pré-definido, o qual pode ser identificado pelo órgão de gestão, uma previsão de analistas, um determinado limiar contratual ou um montante consistente com uma série de resultados de tendência sustentada ou alisada.
Healy, P. e J. Wahlen.	1999	Os autores defendem que <i>earnings management</i> ocorrem quando os gestores usam a discricionariedade no relato financeiro e na estruturação de transações <sup>4</sup> para enviesar a percepção dos <i>stakeholders</i> sobre o desempenho económico da empresa ou para influenciar possíveis resultados contratuais que dependem de informação financeira publicada.

**Tabela 1.** Definições de *earnings management* dos principais autores da literatura americana.

<sup>3</sup> No Direito, entende-se discricionariedade como a liberdade de apreciação concedida a um órgão administrativo, permitindo que este escolha, numa série de comportamentos possíveis, aquele que lhe pareça mais adequado à satisfação da necessidade pública específica prevista na lei. No âmbito da presente dissertação, discricionariedade pode ser entendida como uma oportunidade de manipulação de resultados.

<sup>4</sup> Entenda-se por estruturação de transações, as decisões operacionais com impacto na contabilidade (manipulação de transações reais) como, por exemplo, antecipar ou adiar o reconhecimento de gastos ou perdas (Cunha, 2013).

Todavia, e por forma a clarificar o conceito que pretendemos considerar e seguir no presente trabalho, teremos por base a definição atribuída por Healy e Wahlen (1999):

*Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers (p. 368).*

É de salientar um aspeto relevante nesta definição, a discricionariedade. Destaca-se a intervenção da gestão na preparação e relato dos valores contabilísticos com o intuito de modificarem as demonstrações financeiras. Se isto ocorre é porque existe alguma flexibilidade no normativo contabilístico, de forma a possibilitar uma adaptação do mesmo às características e necessidades de cada empresa, reproduzindo-se para o efeito, uma comunicação mais eficiente com o exterior (Subramanyam, 1996). Existe, portanto, a possibilidade de flexibilização dos normativos contabilísticos, com base em estimativas (Nobes, 1996b).

Contudo, ao longo dos anos foi-se obtendo evidência empírica que assegura que essa flexibilidade tem um efeito perverso, materializado na utilização oportunista dessa mesma flexibilidade, cuja finalidade é obter e divulgar a informação financeira que melhor se adequa a determinado tipo de interesses (e.g. Healy, 1985; Jones, 1991; Sweeney, 1994).

Na literatura é sobejamente aceite que grande parte da manipulação de resultados permanece nos limites da flexibilidade permitida pelas normas contabilísticas.

Desta feita, importa referir que, por vezes há uma certa tendência para confundir manipulação com fraude. Conforme Sotolowky e Breton (2003), a manipulação de resultados só será tratada como fraude quando for discordante das normas contabilísticas e da lei. Aqui, é necessário compreender e clarificar através da natureza, forma e determinantes da manipulação que esta nem sempre se consubstancia em fraude (a fraude ocorre quando se colocam em prática certas irregularidades, como sejam as vendas fictícias ou a emissão de faturas falsas, e.g.).

Pese embora, haja uma conotação pejorativa associada à palavra manipulação, no presente trabalho quando utilizarmos a expressão “manipulação de resultados” não estaremos a falar de uma forma fraudulenta de alterar os resultados. Não obstante, temos a ideia que não existe ainda uma noção objetiva para separar com clareza estas duas realidades em determinadas situações, existindo ainda uma “zona cinzenta”, a qual Gonçalves (2005) define do seguinte modo: “onde começa a manipulação fraudulenta e acaba o aproveitamento engenhoso das lacunas da lei e da interpretação habilidosa das normas e princípios contabilísticos” (p. 37).

Importa não esquecer que, o cerne da questão relativamente à manipulação está relacionado com a probabilidade de reversão. Penman (2012), citado por Cunha (2013), defendeu que “earnings are of good quality if they do not reverse” (p.15). Pensando desde logo que, os efeitos advindos das práticas de manipulação levadas a cabo por decisões, à partida financeiras, sejam sempre revertíveis, no curto-prazo estas mesmas práticas vão alterar as bases de transferência de riqueza gerada pelas empresas, sendo iminentemente necessário perceber e desenvolver esforços no sentido de mitigar essas mesmas práticas.

Por fim, importa ter sempre presente que “independentemente do tipo de manipulação, é um dado adquirido que resultarão consequências para a qualidade da informação financeira” (Moreira, 2008, p.115).

## **2.3 Incentivos à manipulação de resultados**

Estamos perante manipulação de resultados quando existem incentivos e/ou motivações em apresentar resultados melhores ou piores aos que seriam apresentados nas demonstrações financeiras sem a intervenção ativa da gestão. As diversas evidências empíricas no âmbito do tema manipulação de resultados apresentam diferentes incentivos. Posto isto, neste ponto iremos abordar os vários incentivos que estão na origem de *earnings management*, na medida em que, são a alavanca para a prática de manipulação de resultados, o que leva à obtenção de uma menor qualidade de informação nos relatórios apresentados pelas empresas.

### **2.3.1 Incentivos com origem externa à empresa**

Healy e Wahlen (1999) agregaram os incentivos à manipulação de resultados em três grandes grupos: incentivos no mercado de capitais, incentivos contratuais e de legislação, e incentivos fiscais e legais.

#### **2.3.1.1 Incentivos no mercado de capitais**

Importa referir que, os incentivos no mercado de capitais são em larga escala referidos na literatura, dada a sua relevância e influência significativa na tomada de decisão dos governos, das empresas e mesmo ao nível das famílias. No âmbito deste incentivo, os gestores tendem a apresentar resultados que vão ao encontro das expectativas dos analistas, utilizando práticas como o *income smoothing* (alisamento de resultados) para mostrar um crescimento persistente e menos volátil ao longo do tempo, e o *big bath accounting* para criar a ilusão de crescimento, por exemplo. (Cunha, 2013; Moreira, 2008). Contudo, não iremos abordar este incentivo em detalhe, uma vez que não contribui para a justificação do nosso trabalho dado o contexto português no que toca ao mercado de capitais.

Relativamente aos dois outros incentivos externos à empresa, temos:

#### **2.3.1.2 Incentivos contratuais**

Jensen e Meckling (1976) definiram relação de agência como um contrato onde uma ou mais pessoas (principal ou principais) contratam outra pessoa (agente) para cumprir um certo serviço em seu nome, mediante delegação de poderes ao agente.

Por conseguinte, a prática de manipulação de resultados pode ser motivada por incentivos contratuais, na medida em que, em determinados momentos é imperativo cumprir determinadas cláusulas de financiamento bancário, definidas na maioria dos casos, por rácios financeiros (*covenants*). Há, portanto, uma enorme pressão para que sejam mantidos determinados rácios (Cunha, 2013).

Com efeito, os gestores de forma a verem melhoradas as condições de negociação com as instituições bancárias tendem a ter motivações em manipular os valores

contabilísticos presentes nos contratos (Watts e Zimmerman, 1990). Por consequente, o não cumprimento poderá levar ao cancelamento dos respectivos financiamentos.

Dentro da análise dos incentivos contratuais, importa analisar ainda dois tipos de contratos específicos, os da dívida e os remuneratórios.

#### **i) Contratos da dívida**

No âmbito dos estudos sobre os contratos da dívida prevalecem os estudos de Sweeney (1994) e DeFond e Jiambalvo (1994).

Com efeito, Sweeney (1994) afirma que os contratos da dívida surgem com o propósito de assegurar tanto os interesses dos acionistas como os interesses dos credores. Da mesma forma, o autor encontra evidência empírica de como existe manipulação de resultados por parte das empresas, quando estas estão perante o limiar do cumprimento contratual, tendo como objetivo último, evitar os custos que possam advir do não cumprimento das cláusulas impostas pelos credores.

DeFond e Jiambalvo (1994) conseguiram aferir que as empresas que não cumprem os respectivos contratos da dívida apresentam *accruals* anormalmente positivos no período anterior ao não cumprimento. Segundo a *Positive Accounting Theory* (PAT), “quanto mais próxima uma empresa estiver de violar um contrato da dívida baseado em indicadores contabilísticos, mais provável é que o gestor adote políticas contabilísticas que antecipem resultados de períodos seguintes” (Moreira, 2005, p. 13).

#### **ii) Planos de compensação**

Outro incentivo contratual passa pelos contratos de remuneração dos gestores. Tendo em consideração a PAT, “tudo o mais constante, os gestores de empresas que tenham planos de compensação são mais propícios a adotar políticas contabilísticas que antecipem resultados de períodos seguintes” (Moreira, 2005, p. 13).

Healy (1985) menciona que os planos de compensação concebem incentivos à adoção de políticas contabilísticas que maximizem o valor das suas remunerações. Todavia, em certa medida Healy (1985) refuta a hipótese colocada pela PAT, pois obteve evidência empírica no seu estudo para uma amostra de 250 empresas norte-americanas, no período de 1930 a 1980, que lhe permitiu aferir que os gestores tendem

a optar por políticas para diminuir os seus resultados quando os limites inferiores e superiores dos seus planos de compensação estão delimitados e a aumentar quando esses mesmos limites não estão delimitados.

### **2.3.1.3 Incentivos fiscais e legais**

Os incentivos fiscais e legais são também potenciadores da prática de manipulação de resultados. Importa lembrar que, a envolvente económica e legal é de extrema relevância para o entendimento das motivações apresentadas pelos agentes económicos. No caso português, existe um forte alinhamento entre a contabilidade empresarial e o sistema fiscal, existindo assim, uma forte ligação entre contabilidade e fiscalidade. Por conseguinte, o contexto económico e legal acrescido da estreita ligação entre contabilidade e fiscalidade faz com que os incentivos explanados em Portugal sejam diferentes dos incentivos encontrados nos países de expressão e influência anglo-saxónica. Focaremos a nossa análise para o caso português em maior detalhe no ponto 2.3.2.

### **2.3.1.4 Incentivos relacionados com custos políticos e as regulações sectoriais**

De acordo com a definição que a PAT sugere “tudo o mais constante, quanto maiores os custos políticos defrontados por uma empresa, mais provável é que o gestor adote políticas contabilísticas que difiram resultados do período corrente para períodos seguintes” (Moreira, 2005, p.14). Esta hipótese formulada pela PAT sugere que as empresas tendem a manipular os seus resultados como inferência dos custos políticos a ter em conta. Este incentivo, ao contrário dos anteriores, prevê que haja uma tendência para as empresas adotarem políticas que reduzam o resultado do período.

Jones (1991) obteve evidência empírica que atesta que as empresas tendem a diminuir os seus resultados nos anos em que a autoridade procede à avaliação da eventual necessidade para alterar o nível de proteção. Tudo aponta no sentido de mostrar às autoridades uma imagem que as levasse a impor uma maior proteção aduaneira. (Cunha, 2013; Moreira, 2005).

### **2.3.2 Incentivos à manipulação de resultados no contexto português**

Tendo em consideração tudo o que foi dito anteriormente e focando-nos agora somente no contexto português, há um conjunto de aspetos a realçar.

Desde logo é importante salientar que, em Portugal, ao contrário do que acontece nos EUA, o mercado de capitais é praticamente incipiente e o financiamento é obtido quase que exclusivamente junto dos bancos (Moreira, 2008). Verificámos logo, à partida, que as motivações que possam estar na origem da prática de *earnings management* serão, certamente diferentes, e este será o ponto de base da nossa análise.

Em primeiro lugar, perceber que o contexto económico, legal, fiscal e até social permite-nos intuir sobre a direção e sentido da manipulação de resultados. Quando percebemos quais são as motivações que estão na origem da atuação do agente económico, estamos mais aptos a considerar qual a forma, os determinantes e as consequências que advêm da prática da manipulação de resultados, analisando com maior clareza se trazem benefícios ou servem apenas para evitar um sacrifício (Cunha, 2013; Moreira, 2008). Pela mudança de contexto, percebemos desde logo que em Portugal existe até certa medida uma dicotomia quando falamos em incentivos. Se por um lado, existe um potencial incentivo por parte das empresas para reduzirem o imposto sobre o rendimento (através da redução dos resultados). Por outro lado, há uma necessidade na obtenção de concessão de crédito junto dos bancos para investir (através do aumento dos resultados), pelo que é importante que todas as tomadas de decisão sejam ponderadas (Moreira, 2008).

Em segundo lugar, devemos aferir sobre o impacto que a manipulação de resultados tem sobre a qualidade da informação financeira apresentada pelas empresas, na medida em que a sua deteção se torna mais fácil quanto mais rápida for a perceção da razão pela qual determinada empresa se vê motivada a manipular os seus resultados. Para o efeito, é necessário parar, recuar no tempo e perceber o que aconteceu no passado, para seguirmos o caminho no presente e consequentemente, conseguirmos perspetivar a nossa análise no futuro. Por conseguinte, o panorama internacional e nacional em termos económicos, políticos, fiscais e sociais tem uma

grande probabilidade de afetar as políticas contabilísticas de uma empresa, atuando como potenciais incentivos para a prática de manipulação de resultados. Trataremos este aspeto no ponto seguinte, tendo presente o período de análise do presente estudo 2005 a 2015.

### **2.3.2.1 Principais indicadores económicos – contexto internacional e nacional**

Em primeira instância, é de extrema importância refletir sobre a crise financeira internacional e sobre a crise das dívidas soberanas, com real impacto na economia portuguesa. Esta reflexão ajudar-nos-á a destacar quais os impactos com maior dimensão na economia portuguesa ao longo dos últimos anos (compatíveis com os anos de análise da nossa amostra – 2005 a 2015).

No verão de 2007, teve início a crise financeira internacional nos EUA, com sinais visíveis no setor imobiliário. A crise fez-se sentir automaticamente na Europa, isto porque, os bancos europeus detinham uma grande quantidade de ativos financeiros cujo valor implícito era o crédito hipotecário (hipotecas *subprimes*) e que se revelaram, no imediato, altamente nefastos. (Comissão Europeia, 2009) A crise agravou-se com a falência de várias instituições financeiras, das quais podemos destacar a falência do banco de investimento *Lehman Brothers*, no dia 19 de Setembro de 2008, que transformou a crise financeira numa crise económica global, com impacto noutras grandes instituições financeiras (Blundell-Wignall, Atkinson e Lee, 2008). No final desse ano, a queda abrupta do valor das ações sinalizou a globalização da recessão, resultado do elevado grau de interdependência das economias. Esta dependência, perante uma situação de perda de confiança nos mercados, teve reflexo na deteriorização das condições de acesso dos agentes económicos em Portugal aos mercados de financiamento internacional. (Comissão Europeia, 2009)

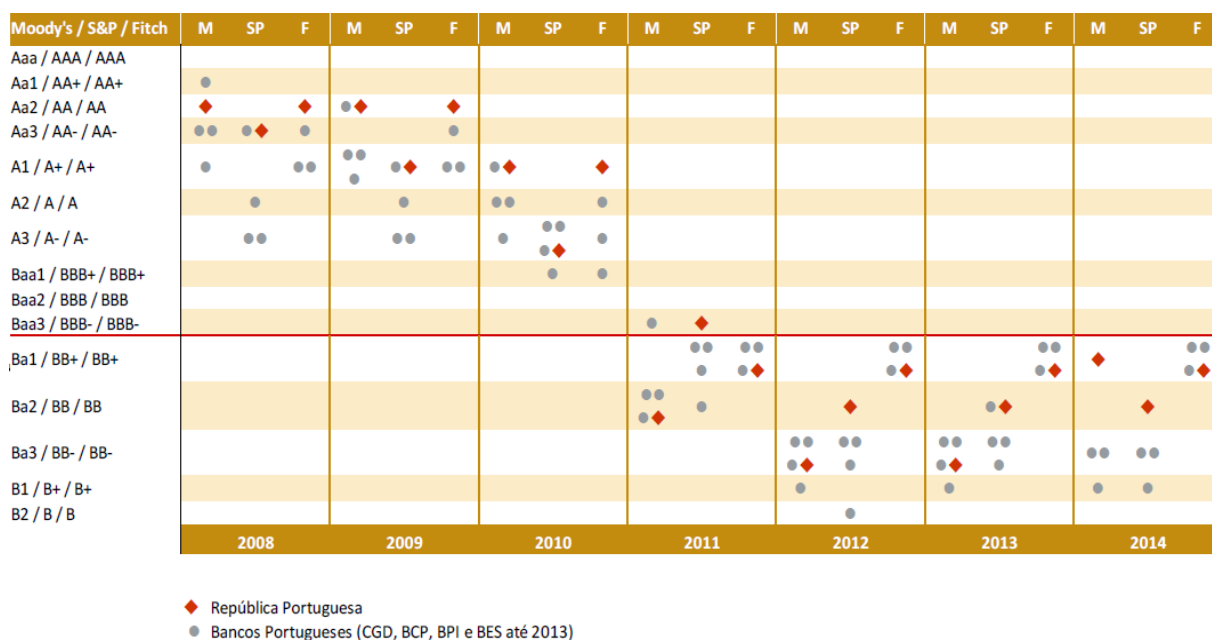
Por conseguinte, todas as dificuldades geradas pela crise impediram os bancos de emprestar, pondo em causa o financiamento da economia, visto que na UE, onde destacamos Portugal, as empresas são muito dependentes do financiamento bancário, ao contrário dos EUA, onde as empresas têm uma maior diversidade de instrumentos



de financiamento, verificando-se uma menor dependência da banca (Comissão Europeia, 2009).

Com efeito, o ano de 2009 caracterizou-se por uma retração generalizada da atividade económica mundial, sendo que Portugal não foi exceção, tendo registado uma contração do PIB na ordem dos 2,5% (Banco de Portugal, 2016). Apesar do endividamento das empresas ter diminuído no período de 2011 a 2014 – 4% no caso das empresas privadas - os níveis de endividamento continuam muito elevados. Esta situação limita as possibilidades de investimento das empresas e torna mais premente a recuperação do setor bancário e da sua capacidade de fornecer crédito à economia (Banco de Portugal, 2016).

Como consequência natural da crise, em meados de 2010, o pânico dos investidores privados torna-se evidente, com grandes fluxos de saída de capitais, passando o Banco Central Europeu (BCE) a ser o principal financiador da economia portuguesa. Ainda houve a retoma nos meses seguintes, mas a partir de Abril de 2011 a fuga dos investidores privados reforçou-se, ficando Portugal dependente do financiamento da *Troika*. (Banco de Portugal, 2016) Ao baixarem de forma drástica a notação do risco das dívidas soberanas e dos bancos daqueles países, a desconfiança em relação aos países periféricos foi confirmada e reforçada pelas agências de *rating*, como podemos constatar na tabela 2. Podemos perceber, por exemplo, pela análise da tabela que a *Standard & Poor's* baixou a notação da dívida portuguesa, em Janeiro de 2009, para A+. E continuou a descer, para A- em Abril de 2010; para BBB em Março de 2011; para BBB- ainda em Março de 2011; e para BB em Janeiro de 2012. (Associação Portuguesa de Bancos, 2016). Como consequência adveio o aumento muito significativo dos custos de financiamento, e por conseguinte, um maior número de restrições no acesso ao crédito somadas de aumentos sucessivos nas taxas de juro. (Banco de Portugal, 2016) O que nos leva a concluir que os *downgrades* do risco da República Portuguesa afetaram negativamente os *ratings* em fim de período dos bancos portugueses (Associação Portuguesa de Bancos, 2016).

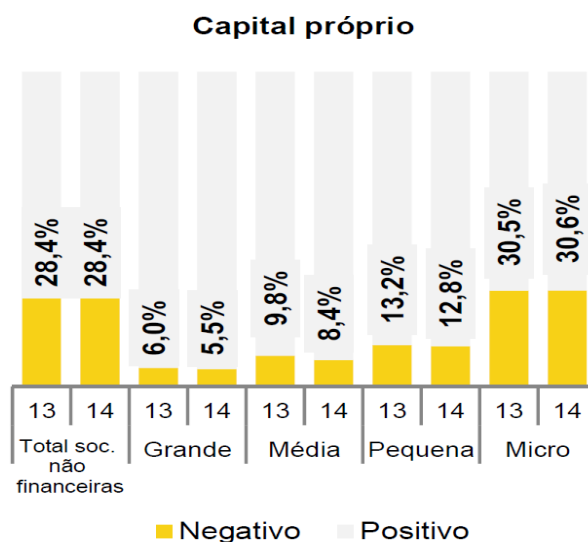


**Tabela 2:** Evolução dos *ratings* da República Portuguesa e dos bancos portugueses.  
**Fonte:** Banco de Portugal (2016) e Associação Portuguesa de Bancos (2016).

Importa referir, tendo em conta o anteriormente dito, que a quase totalidade das empresas não financeiras representam cerca de 99% das PME em Portugal (INE, 2016), ou seja, o grosso da nossa análise é feito sobre as empresas que abundam na economia portuguesa, dados que revelam muito do contexto empresarial português, dada a real importância das PME para o investimento e desenvolvimento da economia portuguesa. Tendo em conta também o subtema do nosso trabalho – as empresas familiares – é relevante refletir sobre a evolução dos capitais próprios e do resultado líquido no período recente.

Dados recentes do INE mostram que em 2014, a proporção de sociedades não financeiras com capital próprio negativo foi idêntica à do ano transato, cerca de 28,4%. A maior variação desta proporção verificou-se nas sociedades de média dimensão correspondente a um decréscimo de 1,4 pontos percentuais, ao passo que nas

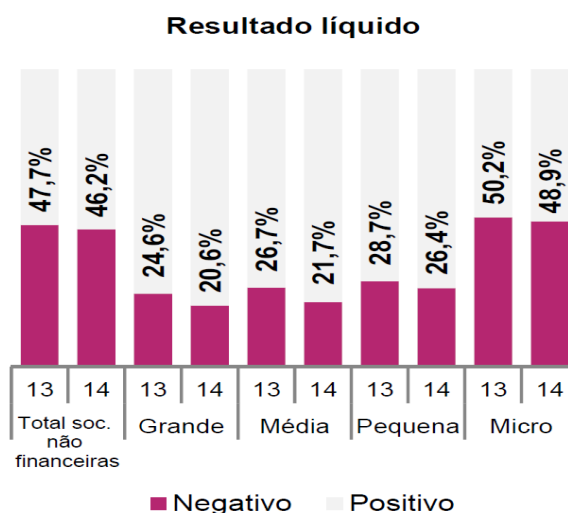
microempresas observou-se um acréscimo de 0,1 pontos percentuais, como podemos ver no gráfico 1.



**Gráfico 1:** Proporção das sociedades não financeiras com capital próprio negativo por dimensão, para o período 2013-2014.

**Fonte:** INE (2016)

No que concerne à natureza dos resultados obtidos, 46,2% das sociedades não financeiras apresentam resultados líquidos negativos, uma ligeira melhoria face aos 47,7% observados em 2013 (INE, 2016).



**Gráfico 2:** Proporção das sociedades não financeiras com resultado líquido negativo por dimensão, para o período 2013-2014.

**Fonte:** INE (2016)

Mais do que avaliar a situação pontual de existência de prejuízos em determinado ano, importa determinar em que medida esta característica assume um caráter mais estrutural e persistente no contexto empresarial português. Esta avaliação é particularmente relevante, dado que o registo consecutivo de resultados líquidos negativos pode implicar reduções no nível dos capitais próprios, pondo em causa, no limite, a solvabilidade da empresa, ou seja, a capacidade de uma empresa em solver (pagar) os seus compromissos a médio e longo-prazo. Um valor muito baixo de solvabilidade pode indicar uma grande fragilidade da empresa a nível económico-financeiro, levantando dúvidas sobre o futuro da empresa. Este pode ser entendido, como um dos incentivos de manipular resultados.

Por último, e segundo dados da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE, 2017) “no final de 2015, 11,9% da globalidade dos empréstimos constituíam crédito malparado, de acordo com os dados do FMI, uma percentagem que se situa entre as mais elevadas da Europa, tanto em termos de volumes brutos de empréstimos como de capital dos bancos. No crédito às empresas, 19,7% é crédito malparado, grande parte deste há mais de três anos” (p.29). Podemos visualizar neste ponto, no caso do crédito malparado da banca em Portugal, que existe uma restrição ativa ao financiamento empresarial, o que poderá intuir para o aumento das práticas de manipulação de resultados por parte das empresas.

Apresentados alguns dados relevantes acerca do contexto económico e empresarial em Portugal, passaremos a explicar nos próximos dois pontos, o subtema da nossa dissertação, as empresas familiares e o impacto do *corporate governance*, em específico a estrutura de propriedade nas empresas familiares.

## **2.4 Definição de empresa familiar**

A evidência empírica disponível na literatura permite-nos perceber que a definição de empresa familiar não é de todo consensual. Todavia, as empresas familiares caracterizam-se por apresentarem: 1. uma peculiar estrutura de capital (Shleifer e

Vishny, 1986); 2. um elevado nível de concentração (Andersen e Reeb, 2003); 3. a transferência do negócio para as gerações futuras (Le Breton Miller e Miller, 2009).

De acordo com os estatutos da Associação Portuguesa de Empresas Familiares (APEF), as empresas familiares definem-se como sendo:

“as empresas portuguesas, em que a maioria, ou uma parte importante do seu capital social, seja detida por pessoas ligadas por laços familiares, ou aquelas em que o seu capital social esteja concentrado em poucas pessoas, e sempre que alguns detentores do capital participem nos órgãos de controlo e/ou de gestão da empresa, e neles exerçam uma influência decisiva, qualquer que seja o setor de atividade económica a que esta pertença” (art.5º, cap. III, pp. 8-9).

Esta definição irá ajudar-nos a obter um entendimento mais claro acerca da caracterização de uma empresa familiar, e por conseguinte, perceber melhor a ligação que estabelecemos ao *corporate governance* e ao “entrincheiramento”, sendo que estes conceitos estão interligados e são extremamente relevantes para a formulação da nossa questão de investigação.

## **2.5 “Corporate Governance”, custos de agência, “entrincheiramento” e “earnings management” no contexto das empresas familiares**

Os mecanismos de governo das sociedades<sup>5</sup> têm recebido, através de diversos estudos académicos, atenção substancial como forma de reduzir a manipulação de resultados. Existe um número considerável de estudos que documentam que a eficácia do governo das sociedades afeta as práticas de manipulação de resultados em empresas amplamente difundidas (Chang e Sun, 2010; Chtourou, Bedard e Courteau, 2001; Jiang, Lee e Anandarajan, 2008; Klein, 2002; Larcker, Richardson e Tuna, 2007;

---

<sup>5</sup> Seguindo Câmara (2011), este significa governo das organizações como: “o sistema de normas jurídicas, de práticas e de comportamentos relacionados com a estrutura de poderes decisórios – incluindo a administração, a direção e demais órgãos diretivos – e a fiscalização das organizações, compreendendo nomeadamente a determinação do perfil funcional dos atores organizativos e titulares de órgãos e corpos organizativos e as relações entre estes, os titulares de capital, os associados ou os fundadores e outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da organização”.

Xie, Davidson e Dadalt, 2003, nos EUA; Baxter e Cotter, 2009; Davidson, Goodwin-Stewart e Kent, 2005, na Austrália; Peasnell, Papa e Young, 2005, no Reino Unido; Bradbury, Mak e Canela, 2006; Rusmin, 2010; Saleh, Iskandar e Rahmat, 2007; Siregar e Utama, 2008, nos países asiáticos).

Neste sentido, existem evidências que comprovam que em empresas não familiares existem diversos incentivos para os gestores manipularem os resultados de forma oportunista, tendo por base o seu bem-estar (custos de agência, Tipo I). Falamos de incentivos, tais como: esquemas de remuneração de executivos, interligando os incentivos dos gestores ao desempenho da empresa, manipulando os dados contábilísticos (Bergstresser e Philippon, 2006; Cheng e Warfield, 2005; Guidry, Leon e Rocha, 1999; Healy, 1985; Holthausen, Larcker e Sloan, 1995; Iatridis e Kadorinis, 2009; Shuto, 2007); incentivos para manipular de forma oportunista os lucros para atender a específicos *benchmarks*, como lucros iguais a zero (evitando perdas) ou em relação às previsões dos analistas (Bartov, Givoly e Hayn, 2000; Barua, Legoria e Moffitt, 2006; Burgstahler e Eames, 2006; Choi e Lin, 2006; Kasznik, 1999; Kasznik e McNichols, 2002; Matsumoto, 2002; Matsunaga e Park, 2001); o gestor tem uma maior propensão em antecipar rendimentos futuros para o período corrente, quando a empresa está prestes a violar cláusulas (*covenants*) restritivas de um determinado contrato (Bartov, 1993; DeFond e Jambalvo, 1994; Iatridis e Kadorinis, 2009; Sweeney, 1994).

No entanto, existe um número reduzido de estudos (Prencipe e Bar-Yosef, 2011; Jaggi, Leung e Gul, 2009), que investigam se as medidas de governo das sociedades têm o mesmo efeito sobre o nível de manipulação de resultados, quando a propriedade não é amplamente difundida, e em particular, quando a propriedade está concentrada na “esfera” familiar da empresa.

O presente trabalho procura estudar o impacto das empresas familiares na qualidade da informação. Neste sentido, é importante ter presente o conceito de

governo das sociedades, em maior rigor, direcionar a nossa análise para uma variável específica do governo das sociedades, a estrutura de propriedade<sup>6</sup>.

Assim sendo, a estrutura de propriedade neste trabalho, tem como elemento-chave de análise a concentração de propriedade (*ownership concentration*), isto é, a percentagem de capital detida pelos acionistas de uma empresa. Surge assim a questão: quem são os proprietários e quanto da sua empresa é que cada um deles possui? Esta será a base da formulação da nossa hipótese de investigação no capítulo seguinte, onde iremos aferir se uma empresa com carácter familiar tem maior propensão para a prática de *earnings management* relativamente a uma empresa não familiar, tendo em conta a propriedade da empresa.

Embora alguns autores argumentem que a propriedade familiar de uma empresa esteja associada a uma maior qualidade dos lucros e a um melhor desempenho da empresa (Ali, Chen e Radhakrishnan, 2007; Anderson e Reeb, 2004; Wang, 2006), a manipulação dos resultados tornou-se, com o evoluir dos tempos, uma questão importante para as empresas com controlo familiar. Com efeito, empresas familiares têm menos problemas em termos de custos de agência por causa da sua reduzida separação entre propriedade e gestão. No entanto, têm maiores problemas de agência entre o acionista maioritário e os acionistas minoritários (problemas de agência tipo II).

Importa saber que, a concentração de propriedade mede o poder dos acionistas em influenciar os gestores, o que terá impacto e será refletido na estratégia da empresa em relação às metas de lucro, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento (Hansmann, 1988; 1996).

Tendo presente a teoria de agência, a escolha de uma estrutura de propriedade privada ideal envolve um *trade-off* entre o risco e a eficiência do incentivo (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983; Demsetz, 1983; Shleifer e Vishny, 1997). Com efeito, os proprietários com uma maior percentagem de capital terão um incentivo

---

<sup>6</sup> “Estrutura de propriedade” corresponde à expressão inglesa “*Ownership Structure*” e ao longo do texto ambas as expressões serão usadas indistintamente com o mesmo sentido.

mais forte para monitorar e/ou supervisionar os gestores, e estes por sua vez, terão um maior poder para fazer valer os seus interesses. Por conseguinte, nestas circunstâncias haverá uma tendência dos gestores para a maximização do valor dos acionistas. Aqui, convém reforçar duas ideias. Primeiro, quanto ao risco de carteira do proprietário, pois este aumentará consoante a sua quota na empresa. Segundo, a quota do proprietário irá variar consoante o risco inerente à própria empresa, isto porque, cada negócio específico tem associado um risco específico. Tudo isto no final irá afetar o efeito marginal de monitorização. (e.g. Demsetz e Lehn, 1985; Zeckhauser e Pound, 1990).

Todavia, não é necessário que a relação entre a concentração de propriedade e o desempenho económico seja uniforme. (Fama e Jensen, 1983; Morck *et al.*, 1988; Shleifer e Vishny, 1997).

Fama e Jensen (1983) sugerem que manter a propriedade do gestor acima de um certo nível permitirá que este se torne um membro sólido na empresa, e desta feita, tenda a expropriar a riqueza dos acionistas minoritários. Isto remete-nos para uma ideia de um relacionamento em forma de “sino” entre a concentração de propriedade (quota do acionista maioritário) e o desempenho económico da empresa, podendo ser medido através do valor da empresa, das taxas de contabilização da rentabilidade, da criação de valor para o acionista, entre outras variáveis. (Conyon M. e Thomsen S., 2002).

Os mesmos autores, Conyon M. e Thomsen S. (2002) admitem que até certo ponto, todos os acionistas beneficiam de uma maior concentração da propriedade. Isto porque, por um lado um acionista maioritário tem o poder e incentivo para maximizar o desempenho da empresa. Por outro lado, é possível ver na gestão a capacidade para maximizar esse mesmo desempenho. Assim, quanto maior a participação do acionista maioritário maior será o incentivo e certeza na sua capacidade de influenciar o gestor da empresa. Além de certo ponto, o efeito “barreira” entra em ação, advindo daí consequências tais como: o acionista maioritário aproximar-se por completo do controlo e passar a gerir a empresa, o que o leva necessariamente a poder usufruir de benefícios privados que advêm do controlo com impacto na redução do valor da



empresa. Aqui, emerge um novo problema, pois passa a ser um investidor avesso ao risco, pois está perante uma carteira cada vez mais desequilibrada. Contudo, e havendo agora uma fusão da propriedade e gestão da empresa, isto significa que o acionista maioritário tem agora um menor incentivo para enviesar a maximização do seu valor, podendo eventualmente, passar a pagar esse montante extra do seu bolso.

Existe ainda outro fenómeno que deve ser tido em conta no contexto do nosso tema de base, o fenómeno do “entrenchamento” da gestão, como sendo um fenómeno de imunidade da gestão (Berger, Ofek e Yermack, 1997). Neste sentido, importa ter presente a relação existente entre *corporate governance* e “entrenchamento”, aferindo desde logo – através da literatura já existente – quais os principais determinantes e as fontes potenciadoras do “entrenchamento”. O tema do nosso trabalho prende-se com a qualidade de informação em empresas familiares, com ressalva de imediato para a relevância do *corporate governance* numa empresa, mais especificamente para a estrutura de propriedade (“*ownership structure*”), o que nos leva a tomar atenção redobrada quanto ao impacto e influência da gestão na propriedade da empresa, isto é, quanto ao peso da propriedade detida pelo gestor e o seu poder de voto nas tomadas de decisão (“*insider ownership*”) (Demsetz, 1983; Fama e Jensen, 1983).

Por conseguinte, existem algumas linhas de investigação que nos permitem definir o fenómeno. Segundo Berger, Ofek e Yermack (1997) o “entrenchamento” refere-se a uma situação pela qual o gestor fica imune a um potencial disciplinador, o qual impõe um conjunto de mecanismos de governo das sociedades.

Com efeito, para além do “*insider ownership*” como um indício do “entrenchamento”, existem outras fontes potenciadoras deste fenómeno, tais como: a existência de um plano de ações concedidas ao gestor, com a intenção de impedir o sucesso do *takeover*, muitas vezes sem o direito de obter dividendos, apenas com o direito de voto (e.g. Cole e Mehran, 1998); a realização de um conjunto de investimentos específicos, com o intuito de verem diminuída de forma significativa a probabilidade de substituição, podendo até obterem um poder maior na definição do direcionamento da estratégia da empresa (e.g. Shleifer e Vishny, 1989); a existência de

dois tipos de ações, com diferentes poderes de voto, sendo que um desses dois poderes de voto será considerado como que um “*golden shares*”, na medida em que possuirá um direito de voto com um poder superior ao normalmente estabelecido “uma ação, um voto”- na literatura anglo-saxónica a existência de dois tipos de ações denomina-se “*dual class recapitalizations*” (e.g. Jarrell e Poulsen, 1988); outros determinantes potenciadores do “entrincheiramento” passam pelo “*golden parachutes*”<sup>7</sup> e “*poison pills*”<sup>8</sup>. Estudos como o de Morck *et al.*, 1988 e Warfield *et al.*, 1995 já se propuseram no passado a estudar a relação existente entre “*insider ownership*” e “*earnings management*”.

---

<sup>7</sup> Refere-se a determinadas condições nos acordos efetuados com os administradores, onde estão discriminados, por exemplo, os benefícios do gestor em caso de mudança do controlo da empresa (indeminizações a pagar ao administrador na sua saída).

<sup>8</sup> Refere-se à possibilidade que determinados acionistas têm para poderem comprar ou vender ações a um preço inferior, e assim, elevar o custo do “*takeover*” limitando as suas hipóteses de sucesso.

# Capítulo 3

## Métodos de deteção de práticas de *earnings management*

Neste capítulo faremos uma exposição breve dos métodos empíricos de deteção de práticas de *earnings management*.

Na literatura são identificadas diversas metodologias para medir a manipulação dos resultados. Segundo Cunha (2013) são várias as metodologias colocadas em prática para detetar a manipulação de resultados, destacando-se desde logo, os métodos baseados na análise de rácios e tendências; métodos baseados em casos de violação de princípios contabilísticos, métodos baseados na observação e análise da distribuição dos resultados relatados e por fim, métodos baseados em *accruals*.

Abordaremos em maior detalhe o método baseado em *accruals* de Dechow e Dichev (2002) bem como o método baseado na análise da distribuição dos resultados relatados de Burgstahler e Dichev (1997), na medida em que serão utilizados por nós na análise dos resultados empíricos.

Neste sentido, importa não esquecer que a deteção de “*earnings management*” não é de todo uma tarefa fácil de concretizar, desde logo, por definição, por se tratar de uma prática que é feita para não ser detetada.

### 3.1 Métodos baseados na análise de rácios e tendências

Este é um método que utilizado individualmente pode ser bastante útil, pois permite uma análise à regularidade de certos indicadores. Todavia, se for utilizado para uma amostra com uma dimensão já considerável pode tornar-se inviável, dada a real dificuldade em detetar a variável utilizada como elemento de manipulação, bem como as divergências detetadas nos rácios e/ou tendências terem uma justificação económica por detrás plausível, o que não é compatível com sinais de manipulação de resultados (Cunha, 2013; Moreira, 2008).

### **3.2 Métodos baseados em casos de violação de princípios**

O método baseado em situações de violação de princípios requer em primeiro lugar que haja uma violação de um princípio contabilístico, o que implica que este método seja colocado em prática à *posteriori* da ação do gestor. Podemos constatar que Peasnell *et al.* (2005), no Reino Unido; Beasley (1996), Beneish (1999) e Dechow *et al.* (1996) nos EUA utilizam nos seus estudos como ponto de partida, casos reais de manipulação de resultados detetados pelas entidades fiscalizadoras. Este método caracteriza-se pela objetividade na identificação de manipulação e maior clareza dos incentivos à manipulação.

Contudo, à semelhança do método baseado na análise de rácios e tendências, este é também um método importante quando utilizado individualmente. No caso de amostras alargadas de empresas é praticamente impraticável.

### **3.3 Métodos baseados na observação e análise da distribuição dos resultados relatados**

Este método foi amplamente estudado por Burgstahler e Dichev (1997), sendo baseado num histograma-ano, para o qual são analisados os valores dos resultados nulos (ao centro da distribuição). De acordo com Moreira (2008),

“A existência de manipulação para evitar perdas deverá traduzir-se numa anormalmente reduzida frequência de empresas com pequenos resultados negativos e numa anormalmente elevada frequência de empresas com pequenos resultados positivos, traduzindo-se em descontinuidades no assumido perfil *smooth* da distribuição” (p.120).

Na presença de uma descontinuidade, existe uma potencial prática de manipulação de resultados por parte das empresas.

### 3.4 Métodos baseados em *accruals*

A manipulação tende a deixar um rasto que se materializa nos *accruals*<sup>9</sup>. Segundo Jiang, Lee e Anandarajan (2008), os modelos baseados em *accruals* representam a metodologia mais utilizada pela literatura para mensurar as práticas de manipulação de resultados. Este tipo de modelos tem como principal objetivo determinar em que medida a componente dos resultados relativa aos “*accruals*” inclui opções contabilísticas com significativa discricionariedade, permitindo perceber a existência de indícios da prática de manipulação de resultados.

São vários os modelos baseados em *accruals*. Contudo, o modelo de Jones (1991) continua a ser considerado o modelo principal na literatura empírica para a deteção de práticas de manipulação de resultados. O modelo de Jones (1991) foi alvo de sucessivas modificações, as quais podemos averiguar através do modelo de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) ou através da sua vertente “*cross-section*” (DeFond e Jiambalvo, 1994). Para além do modelo de Jones (1991) existe ainda outro tipo de modelo para explicar os “*accruals*” – os modelos de “*cash-flows*” – com destaque para o modelo de Dechow e Dichev (2002).

Apresentaremos de seguida de forma detalhada os modelos que se destacam, no nosso entender, na literatura.

#### 3.4.1 Modelo de Healey (1985)

Healey (1985) foi o primeiro autor a utilizar os *accruals* como indício de manipulação de resultados, tendo analisado as escolhas contabilísticas dos gestores quando parte do seu salário está indexada aos resultados da empresa. Healy (1985) define *accruals* de acordo com a seguinte expressão:

$$AT_t = RL_t + FCO_t \quad (1)$$

---

<sup>9</sup> O termo inglês “*accruals*”, traduzido em português significa “variação do fundo de maneo” ou “variação do capital circulante”, corresponde à diferença entre os resultados e os fluxos de caixa de um período, isto é,  $ACC (accruals) = RO (resultados operacionais) - CFO (Cash flow operacional)$ .

Onde:

$AT_t$  = *Accruals* totais no período t

$RL_t$  = Resultado Líquido do exercício no período t

$FCO_t$  = Fluxo de caixa operacional no período t

De acordo com este modelo, os *accruals* totais incluem uma componente discricionária (ou anormal) e uma componente não discricionária (ou normal), dependendo do contexto económico e setorial onde a empresa está inserida. Através deste modelo, é possível comparar os *accruals* do período de análise com os *accruals* de um período de estimação, que o autor considera não discricionários. Healey (1985) estima os *accruals* não discricionários através da seguinte expressão:

$$AND_t = \frac{\sum_t AT_t}{T} \quad (2)$$

Onde:

$AND_t$  = *Accruals* não discricionários estimados no período t

$AT_t$  = *Accruals* totais no período t

$T$  = Ano de ocorrência de um determinado acontecimento

Healy (1985) concluiu que os gestores recorrem a práticas de manipulação de resultados para obterem maiores compensações remuneratórias.

Por fim, o modelo apresenta como principal limitação, o facto de assumir que os *accruals* não discricionários são constantes ao longo dos períodos estudados, o que levou Jones (1991) a apresentar algumas alterações ao modelo em causa.

### 3.4.2 Modelo de Jones (1991)

Com o intuito de solucionar o modelo anteriormente apresentado Jones (1991) construiu um modelo onde os *accruals* não discricionários deixam de ser constantes ao longo dos períodos, tendo como vantagem a possibilidade de utilizar variáveis que explicam o comportamento dos *accruals* discricionários. Relaciona, por via de um modelo de regressão linear, os *accruals* totais com elementos dos *accruals* não

discricionários (tem presente duas variáveis económicas: a variação das vendas e o total de ativo fixo tangível). Os *accruals* não discricionários são obtidos através da seguinte expressão:

$$AND_t = A = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{AFT_{it}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (3)$$

Onde:

$AND_t$  = *Accruals* não discricionários estimados no período t

$\Delta Vendas_{it}$  = Variação das vendas da empresa i no ano t

$AFT_{it}$  = Total de ativo fixo tangível da empresa i no período t

Os parâmetros estimados são gerados através do seguinte modelo de regressão linear:

$$\frac{AT_{it}}{A_{i,t-1}} = b_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + b_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + b_2 \left( \frac{AFT_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde:

$\varepsilon_{it}$  = Erro do modelo, obtido entre o valor estimado pelo modelo e o valor verificado, através da diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários, para a empresa i no período t.

$b_0$ ,  $b_1$  e  $b_2$  correspondem às estimativas de  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  e  $\beta_2$  através do método dos mínimos quadrados (MMQ).

Os sinais esperados de  $b_1$  e  $b_2$  são respetivamente positivo e negativo. O valor positivo de  $b_1$  está relacionado com o crescimento das vendas, o que significa que existe uma relação linear positiva entre esta variável e os *accruals* totais. O valor negativo de  $b_2$  está relacionado com as depreciações, sendo compreendido pelos decréscimos das depreciações e amortizações do exercício que interferem nos *accruals* totais.

O erro de previsão ( $\varepsilon$ ) resulta da diferença entre o valor estimado na ausência de manipulação e o valor efetivo verificado pelos *accruals*. De salientar que, o erro de previsão é considerado como uma *proxy* da componente discricionária dos *accruals*,

que constitui um indício de manipulação, sempre que o seu valor for significativamente diferente de zero:

$$\varepsilon_t = \frac{AT_{it}}{A_{i,t-1}} - \left[ \beta_{i1} \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_{i2} \left( \frac{\Delta Vendas_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_{i3} \left( \frac{AFT_{it}}{A_{i,t-1}} \right) \right] \quad (5)$$

O modelo de Jones (1991) também apresenta limitações, destacando-se como limitação principal o facto de o modelo assumir o pressuposto de que as vendas não são discricionárias. Contudo, as vendas podem sofrer interferências por parte do gestor, tornando-se alvo de erro de mensuração no modelo. Posto isto, as vendas são igualmente alvo de manipulação. Neste sentido, surge o modelo de Jones (1991) modificado proposto por Dechow *et al.*, (1995).

### 3.4.3 Modelo de Jones Modificado - Dechow, Sloan e Sweeney (1995)

Dechow *et al.*, (1995) tiveram a intenção de eliminar o erro de mensuração na estimação dos *accruals* discricionários relacionados com a manipulação das vendas. Os autores assumem que apenas as vendas cujo pagamento já foi recebido não são discricionárias. Por conseguinte, as vendas a crédito são consideradas como discricionárias. O modelo de Jones (1991) modificado é apresentado pela seguinte expressão:

$$AND_t = \widehat{\beta}_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \widehat{\beta}_1 (\Delta Vendas_{it} - \Delta ContasRec_{it}) + \widehat{\beta}_2 (AFT_{it}) \quad (6)$$

Onde:

$AND_t$  = *Accruals* não discricionários estimados no período t

$\Delta Vendas_{it}$  = Variação das vendas da empresa i no ano t, deflacionadas pelo total do ativo no período t-1

$\Delta ContasRec_{it}$  = Variação da conta de clientes a receber da empresa i no período t, deflacionada pelo total do ativo no período t-1

$\Delta ContasRec_{it}$  = Ativo fixo tangível bruto da empresa i no período t, deflacionado pelo total do ativo no período t-1



Jones (1991) e Dechow *et al.* (1995) calculam os *accruals* totais através da seguinte expressão:

$$AT_{it} = \frac{(\Delta AC_{it} - \Delta CeE_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta DCP_{it}) - DeA_{it}}{A_{t-1}} \quad (7)$$

Onde:

$AT_{it}$  = *Accruals* totais da empresa i no período t

$\Delta AC_{it}$  = Variação do ativo corrente da empresa i no período t

$\Delta CeE_{it}$  = Variação de caixa e equivalentes da empresa i no período t

$\Delta PC_{it}$  = Variação do passivo corrente da empresa i no período t

$\Delta DCP_{it}$  = Variação das dívidas de curto-prazo incluídas no passivo corrente da empresa i no período t

$DeA_{it}$  = Depreciações e amortizações da empresa i no período t

$A_{t-1}$  = Total do ativo para a empresa i no período t-1

O modelo de Jones (1991) e o modelo de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) têm sido os mais mencionados na literatura onde a metodologia utilizada se baseia em *accruals* agregados. Importa referir que, ambos os modelos podem ser estimados por indústria para um certo período, ou seja, numa base “*cross-section*” (DeFond e Jiambalvo, 1994), o que nos permite obter uma melhor qualidade das estimativas geradas por estes modelos.

#### 3.4.4 Modelo de Dechow e Dichev (2002)

Dechow e Dichev (2002) sugerem uma nova abordagem da qualidade dos *accruals* e dos resultados.

Uma das regras dos *accruals* passa por mudar ou ajustar o reconhecimento dos *cash flows* ao longo do tempo para que o resultado ajustado seja melhor para medir o desempenho das empresas. Contudo, os *accruals* exigem suposições e estimativas de fluxos de caixa futuros.

As autoras propõem a inclusão de *cash flows* correspondentes ao passado, presente e futuro como variáveis relevantes para explicar os acréscimos não discricionários.

Neste sentido, Dechow e Dichev (2002) focam a sua análise nos *accruals* de capital circulante (*working capital accruals*), porque normalmente os fluxos de caixa obtidos através deste tipo de capital ocorrem durante um ano.

Podemos analisar o modelo através da seguinte expressão:

$$Current\ accruals_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lagged_{i,t-1} + \beta_2 Current_{i,t} + \beta_3 Future_{i,t+1} + E_i \quad (8)$$

Onde:

Lagged = *cash flow* operacional da empresa i no período t-1;

Current = *cash flow* operacional da empresa i no período t;

Future = *cash flow* operacional da empresa i no período t+1.

De notar que, todas as variáveis são normalizadas pelo ativo médio do período t.

Após estimar o modelo é possível estimar os *accruals* em separado para cada empresa e para cada ano.

O cálculo da qualidade dos *accruals* faz-se através da variação no capital circulante (*Current accruals<sub>it</sub>*) e dos *cash flows* operacionais. Assim, temos que:

$$Current\ accruals_{it} = \frac{TAC_{it}}{TAA_{it}} \quad (9)$$

$$TAC_{it} = \Delta TAC_{it} - \Delta TPC_{it} - \Delta CDB_{it} + \Delta FOC_{it} \quad (10)$$

Onde:

$TAC_{it}$  = *accruals* correntes totais da empresa i no período t;

$\Delta TAC_{it}$  = variação do ativo corrente entre t-1 e t;

$\Delta TPC_{it}$  = variação do passivo corrente entre t – 1 e t;

$\Delta CDB_{it}$  = variação das disponibilidades entre t – 1 e t;

$\Delta FOC_{it}$  = variação do endividamento de curto – prazo entre t – 1 e t.

Para estimar a regressão é necessário calcular as variáveis independentes  $Lagged_{i,t-1}$ ;  $Current_{i,t}$  e  $Future_{i,t+1}$  através do cálculo dos *cash flows* passados, presentes e futuros. Obtendo, assim:

$$CFO_{t-1} = Lagged_{i,t} \quad (11)$$

$$CFO_t = Current_{i,t} \quad (12)$$

$$CFO_{t+1} = Future_{i,t} \quad (13)$$

Estimado o modelo, importa ainda referir que, os resíduos obtidos através da regressão serão posteriormente utilizados como variável dependente no nosso modelo, e incluem os *accruals* que não estão relacionados com os *cash flows* realizados e os erros de estimativas e as suas reversões.

Por fim, as autoras defendem que o desvio-padrão desses mesmos resíduos são a medida específica de qualidade dos acréscimos, onde um maior desvio-padrão significa uma menor qualidade dos *accruals*.

No nosso modelo, teremos em consideração este pressuposto do modelo de Dechow e Dichev (2002), para avançarmos com a nossa análise.

Em suma, todos os modelos apresentados têm desvantagens e limitações associadas como, por exemplo: algumas decisões tomadas pela gestão que nada têm em comum com a manipulação de resultados; os modelos não serem capazes de distinguir entre os *accruals* que resultam da decisão discricionária da gestão e os *accruals* que resultam das alterações no desempenho económico da empresa, entre outros. No entanto, estas limitações não impedem que, a metodologia baseada em *accruals* para a deteção de práticas de manipulação de resultados, continue a ser aquela que melhores resultados apresenta (Cunha, 2013).

Neste sentido, iremos utilizar a metodologia de deteção de manipulação de resultados com base no modelo de Dechow e Dichev (2002). Bem como o modelo de Burgstahler e Dichev (1997), que nos permitirá realizar uma análise gráfica das distribuições de resultados das empresas, na medida em que através da análise de histogramas será possível retirar algumas ilações sobre o comportamento das empresas.



# Capítulo 4

## Estudo empírico

Segundo Quivy e Campenhoudt (1998) “a melhor forma de começar um trabalho de investigação consiste em esforçar-se por enunciar o projeto sob a forma de uma pergunta de partida” (p. 22).

No presente capítulo será apresentada e discutida a hipótese de investigação que está na origem da realização deste trabalho, bem como a metodologia utilizada para testar a nossa hipótese.

### 4.1 Formulação da hipótese de investigação

A teoria de agência é um marco teórico dominante em estudos de governo das sociedades relativamente a empresas familiares, sendo amplamente aplicado no âmbito dos negócios familiares (Siebels e Knyphausen-Aufseß, 2011).

Tendo por base as empresas familiares, podemos considerar duas visões opostas sobre o nível de custos de agência.

Por um lado, podemos aferir que alguns investigadores defendem que as empresas familiares são isentas do problema de agência (custos de agência, tipo I), devido em grande medida ao seu “altruísmo” e elemento intrafamiliar característico (Jensen Meckling, 1976; Daily e Dollinger, 1992). A justificativa inerente por detrás do estudo de Jensen e Meckling (1976) está relacionada com o facto de, estando a gestão da empresa sobre a alçada do proprietário, há uma eliminação parcial dos custos de agência (tipo I), pois estes são causados por conflitos que surgem a partir da separação entre a propriedade e a gestão, o que neste tipo de empresas em grande medida não se verifica.

Por outro lado, as empresas familiares podem estar expostas a um outro tipo de custos de agência face às empresas não familiares devido à sua gestão de “entrenchamento” e à expropriação da riqueza dos acionistas (Schulze, Lubatkin e

Dino, 2002). Importa aqui perceber que nas empresas familiares, à partida, o foco centrar-se-á nos custos de agência (tipo II), ou seja, incorridos da relação entre sócios e credores, como havíamos aferido no capítulo 2.

Seguindo esta linha de pensamento conseguimos analisar alguns estudos onde a preocupação se centrou na capacidade de medir qual o impacto dos mecanismos de “*ownership structure*” no valor da empresa, com afetação direta na riqueza dos acionistas (e.g. Bebchuk *et al.*, 2004; Gompers *et al.*, 2003).

Desta feita, podemos assinalar dois aspetos relevantes pela revisão da literatura efetuada. Primeiro, que existem alguns estudos próximos do tema central desta dissertação, que como referido anteriormente, pretende avaliar o impacto da estrutura de propriedade (através da concentração de capital em empresas com carácter familiar) no “*earnings management*”. Segundo, a evidência empírica recolhida nesses estudos não é, como vimos, de igual sentido. Por essa razão, o principal objetivo do presente trabalho é dar mais um contributo para a análise e avaliação da relação entre a estrutura de propriedade e o “*earnings management*”, tentando medir em que medida o grau de parentesco terá influência nas práticas de manipulação de resultados.

Partindo, no entanto, da perspetiva mais consensual da relação direta entre estrutura de propriedade (conceito inserido no amplo tema do “*corporate governance*”) e “*earnings management*”, a hipótese de investigação a estudar é a seguinte:

**Hipótese 1:** As empresas com carácter familiar têm maior propensão para a prática de manipulação de resultados do que as empresas com carácter não familiar. *Ceteris paribus*.

## 4.2 Dados e caracterização da amostra

Tendo em consideração a realidade empresarial que prevalece em Portugal, a nossa amostra irá centrar-se nas PME (especificamente empresas que assumem a forma jurídica de sociedades anónimas e por quotas) com informação disponível na base de

dados SABI<sup>10</sup> para os anos de 2005 a 2015, sendo excluídas as empresas cotadas e as empresas financeiras, dados os seus distintos incentivos à manipulação de resultados, e também, pelo facto de, não se enquadrarem nos critérios previamente estabelecidos por nós aquando da escolha do tema.

Deparamo-nos com um conjunto de **limitações à nossa amostra** referentes à recolha de dados relativos aos nomes de acionistas e gestores (de forma a perceber o grau de parentesco entre sócios e gestores), tais como:

- Na obtenção do nome completo do gestor para cada empresa, encontramos diversas empresas sem o nome do respetivo gestor, aparecendo uma das seguintes informações: “Directors/ managers/ Contacts are available, yet none related to the selected filter” ou “There is no directors/ managers/ contacts Information for this company”. Eliminámos esta informação.

- Todos os nomes associados a diretor, diretor de marketing, diretor financeiro, diretor geral, diretor de operações/ produção, diretor sistema de informação e diretor técnico foram também eliminados da nossa amostra.

- Na obtenção do nome completo dos acionistas associados a cada empresa, encontramos para além do nome, nome de outras empresas, municípios, associações, instituições, vários nomes associados a uma determinada percentagem de capital social, informação esta que também eliminámos, por não ser viável para o nosso estudo.

- Temos a noção de que podemos não estar a captar empresas cuja ligação é familiar, mas não é detetável pelos apelidos dos gestores e acionistas (e.g. empresas entre cônjuges, marido e mulher).

Como podemos analisar na tabela 3 a seguir apresentada, efetuamos um conjunto de filtros aos dados recolhidos diretamente da base de dados SABI, para trabalharmos apenas e só com empresas que se encontrem ativas no mercado.

---

<sup>10</sup> A sigla SABI significa “Sistema de Análise de Balanços Ibéricos”. Trata-se de uma base de dados de informação económica e financeira de empresas portuguesas e espanholas.

Descrição	Número empresas-ano
Base de dados SABI (2016). Todas as observações (empresa-ano) para o período 2005-2015, apenas para PME.	4.878.147
Após eliminação de observações onde o primeiro dígito do NIF é diferente de 5. <sup>11</sup>	4.877.956
Após eliminação de empresas com total de ativo sem valores disponíveis.	2.703.348
Após eliminação de empresas com Resultado Líquido do Exercício sem valores disponíveis.	2.619.031
Após eliminação de empresas com total de capital próprio sem valores disponíveis.	2.618.845
Após eliminação de empresas com total de ativo igual ou inferior a zero.	2.618.745
Após eliminação do Current <i>Accruals</i> sem valores disponíveis.	2.113.883
Após eliminação do Lagged sem valores disponíveis.	1.484.390
Após eliminação do Current sem valores disponíveis.	1.401.894
Após eliminação do Future sem valores disponíveis.	1.127.245
Após eliminação de <i>Outliers</i> (1% + 1%).	1.081.969
Após eliminação de empresas com menos de 5 observações.	835.950

**Tabela 3.** Procedimento de seleção da amostra.

Pela análise da tabela 3 podemos verificar que as observações consideradas na amostra final deste estudo foram de 835.950 (empresas-ano) para o período de 2005 a 2015. Esta será a amostra utilizada para a implementação, no capítulo seguinte, dos modelos de Burgstahler e Dichev (1997) e de Dechow e Dichev (2002), respetivamente.

<sup>11</sup> NIF como sendo o Número de Identificação Fiscal, também mencionado como número de contribuinte, sendo excluído da nossa amostra números que comecem por 1 e 2 (pessoa singular); 6 (pessoa coletiva pública); 8 (empresário em nome individual); 9 (pessoa coletiva irregular ou número provisório).



### 4.3 Descrição das variáveis

A tabela 4 apresenta a definição das variáveis utilizadas neste estudo, bem como a sua descrição.

Variável	Descrição
<i>Accruals</i> discricionários ( $AD_{it}$ )	<i>Accruals</i> discricionários da empresa $i$ no período $t$ . Variável dependente.
Propriedade empresa ( $PE_{it}$ )	Para medir o grau de participação dos gestores no capital social da empresa, serão construídas duas variáveis denominadas: 1. <b>Perc_acci_igual_gestor</b> - representa a percentagem de acionistas com pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do gestor; 2. <b>Soma_cap_det_acci_igual_gestor</b> - representa a percentagem de capital detido pelos acionistas que têm pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do gestor. Dados recolhidos na base de dados SABI. Variável explicativa principal.
Rácio endividamento ( $Endiv_{it}$ )	Valor médio do peso do endividamento da empresa no período amostral medido pelo rácio entre a dívida financeira e o total do ativo (cálculo próprio através dos dados da base de dados SABI). Variável de controlo.
Rendibilidade operacional do ativo ( $ROA_{it}$ )	Valor médio da rentabilidade da empresa no período amostral medido pelo rácio entre o resultado líquido e o total do ativo (cálculo próprio através dos dados da base de dados SABI). Variável de controlo.
Dimensão ( $Dimens_{it}$ )	Valor médio do logaritmo do total do ativo no período amostral (cálculo próprio através dos dados da base de dados SABI). Variável de controlo.
Crescimento ( $Crescim_{it}$ )	Valor médio da taxa de crescimento anual do volume de negócios no período amostral (cálculo próprio através dos dados da base de dados SABI). Variável de controlo.
Termo de perturbação $\varepsilon_i$	Termo de perturbação que capta os efeitos sobre a manipulação de resultados de todos os fatores não incluídos como variáveis explicativas.

**Tabela 4.** Definição das variáveis.

### 4.4 Modelo empírico

O modelo empírico do presente estudo consiste numa regressão linear múltipla, cuja finalidade última é explicar a relação entre a variável dependente (explicada) e as variáveis independentes (explicativas).

Os *accruals* discricionários obtidos através do modelo de Dechow e Dichev (2002) são utilizados como variável dependente. Como variáveis explicativas utilizamos a

propriedade da empresa, o endividamento, a rentabilidade, a dimensão e o crescimento da empresa.

Verificámos, em primeiro lugar, o quanto  $AD_{it}$  (*accruals* discricionários) varia em função de  $PE_{it}$  (propriedade da empresa), sendo esta variável definida como a variável explicativa principal do nosso modelo. Porém, e como mencionado anteriormente, vários são os incentivos que podem estar na origem das práticas de *earnings management* tanto em sentido ascendente, como em sentido descendente. Independentemente do sentido, é importante introduzir as variáveis de controlo necessárias como forma de autonomizar o efeito que se pretende estudar – o impacto da propriedade da empresa (especificamente através da concentração do capital), separando-o de outros fatores pertinentes que, segundo a literatura existente, contribuem para a manipulação de resultados, como sendo, o endividamento, a rentabilidade, a dimensão e o crescimento.

Assim, para testar a hipótese de investigação, estima-se o seguinte modelo, identificado na equação (14), que relaciona a magnitude dos *accruals* discricionários com a variável de interesse (propriedade da empresa) e com as restantes variáveis de controlo:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 PE_{it} + \beta_2 Endiv_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Dimensão_{it} + \beta_5 Crescim_{it} + \varepsilon_i \quad (14)$$

De acordo com o estudo de Dechow e Dichev (2002):

*Our measure of accrual estimation errors is the residuals from firm-specific regressions of changes in working capital on last year, present, and one-year ahead cash flows from operations. These residuals are unrelated to cash flow realizations, and include the estimations errors and their reversals. The standard deviation of these residuals is our firm-specific measure of quality of accruals and earnings, where a higher standard deviation signifies lower quality (p.36).*

Por conseguinte, a variável  $AD_{it}$  é utilizada como medida da qualidade dos *accruals*, em que se verifica que, a manipulação dos resultados é maior nas empresas com menor qualidade dos *accruals*.

A variável  $\varepsilon_i$  é designada por termo de erro ou termo de perturbação e representa todos os outros fatores não observáveis que afetam a variável dependente.

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  são parâmetros desconhecidos que necessitam de ser estimados.

Importa salientar que, optámos por efetuar uma análise *cross section*, por forma a prevenir eventuais problemas de enviesamento associados à utilização de modelos de séries temporais (Peasnell *et al.*, 2005).

Apresentamos de seguida algumas referências de estudos anteriores que suportam as variáveis de interesse e de controlo consideradas e incluídas no modelo.

#### **4.4.1 Definição da variável explicativa (variável de interesse)**

Nesta matéria, são vários os estudos que defendem que as empresas familiares apresentam um melhor desempenho face às empresas não-familiares (Anderson e Reeb, 2003; Beehr, Drexler e Faulkner, 1997; Daily e Dollinger, 1992; Lee, 2006). Por conseguinte, são várias as evidências empíricas que certificam que as empresas familiares apresentam uma maior qualidade da informação financeira. Os fatores que podem estar na origem de uma maior qualidade da informação são: 1. eficaz monitorização dos gestores não familiares; 2. menores problemas de agência; 3. um planeamento da transferência do negócio para futuras gerações, como referido no ponto 2.4.

Neste sentido, Cascino *et al.*, (2010) e Prencipe *et al.*, (2011) efetuaram estudos com empresas europeias e concluíram que as empresas familiares tendem a apresentar um menor nível de alisamento de resultados e uma maior qualidade na informação obtida, quando comparadas com empresas não familiares.

Todavia, e tendo em conta o que foi dito anteriormente no capítulo da Revisão da Literatura, no ponto 2.5., há a ideia de que a relação entre o fenómeno do “entrincheiramento” (medido através de um índice) com os *earnings management* seja

semelhante à relação da propriedade detida pela gestão com as práticas de manipulação de resultados, revelada pelo estudo de Morck, Shleiffer e Vishny (1988). Podemos constatar neste estudo que, os autores concluíram que, na presença de uma posse de parte significativa da empresa por parte da gestão, maiores são os incentivos à adoção de ações em função de obter benefícios próprios, como são as práticas de *earnings management* com impacto direto na riqueza dos gestores, decorrentes, por exemplo, do aumento de resultados para aumentar os bônus e prémios a receber, como explicado anteriormente no ponto acerca dos incentivos.

E, portanto, o valor do coeficiente associado a esta variável pode apresentar um sinal positivo ou negativo.

#### **4.4.2 Definição das variáveis de controlo**

Relativamente à variável de endividamento, esta pode influenciar a ocorrência de *earnings management* e, por consequente, alterar a qualidade dos resultados. Pela análise da evidência empírica estudada, como vimos anteriormente no ponto sobre os incentivos à manipulação, as empresas com dificuldades financeiras e com níveis de endividamento elevado, tendem a manipular os seus resultados, no sentido de, evitarem o incumprimento de determinadas cláusulas nos contratos de financiamento como, por exemplo, os *covenants* (Cunha, 2013; Watts e Zimmerman, 1990). Neste sentido, espera-se que o valor do coeficiente associado a esta variável seja positivo.

Quanto à variável rentabilidade, Tendeloo e Vanstraelen (2005) além de assumirem que esta variável permite perceber a *performance* da empresa e as suas eventuais diferenças, concluem que as empresas com uma melhor rentabilidade operacional dos ativos tenha um menor incentivo para manipular os seus resultados. Neste sentido, espera-se que o valor do coeficiente associado a esta variável seja negativo.

No caso da dimensão, e tendo por base a revisão da literatura anteriormente efetuada, podemos constatar que empresas de maior dimensão, e por conseguinte, com maior visibilidade são normalmente alvo de uma maior fiscalização e regulação, pelo que tendem a manipular menos os seus resultados. Neste sentido, e de acordo

com alguns estudos (e.g. Cahan, 1992) dada a maior visibilidade, há uma maior tendência para praticar *earnings management* em sentido descendente, de modo a evitar que sejam criadas regulamentações específicas, as quais impliquem rentabilidades inferiores. Assim, espera-se que o coeficiente associado a esta variável apresente um valor negativo.

Por fim, em relação à variável crescimento, espera-se que o coeficiente associado apresente um sinal positivo. O estudo de Tendeloo e Vanstraelen (2005) evidencia que as empresas com um maior crescimento são motivadas a manipularem mais os seus resultados.

<b>Variável explicativa</b>	<b>Sigla</b>	<b>Efeito esperado na DP</b>
<b>Principal</b>		
Propriedade da empresa	Perc_acci_igual_gestor	+/-
Propriedade da empresa	Soma_cap_det_acci_igual_gestor	+/-
<b>Variáveis de controlo</b>	<b>Sigla</b>	<b>Efeito esperado na DP</b>
Endividamento	Endiv_medio	+
Rendibilidade	ROA_medio	-
Dimensão	Dimensao_media	-
Crescimento	Txcresc_medio	+

**Tabela 5:** Efeito esperado das variáveis explicativas na variável dependente.



# Capítulo 5

## Análise e Discussão dos resultados

No presente capítulo, como forma de retirarmos algumas conclusões sobre o comportamento das empresas, recorreremos à implementação do modelo de Burgstahler e Dichev (1997). De forma a compreendermos melhor o comportamento das variáveis procederemos à análise das estatísticas descritivas.

Por fim, procederemos à descrição dos resultados da estimação do modelo econométrico ao qual recorreremos para analisar o papel da estrutura de propriedade na prática de *earnings management*, e consequentemente na qualidade da informação. O modelo por nós implementado para estimar a qualidade dos *accruals* baseia-se no modelo de Dechow e Dichev (2002).

### 5.1 Implementação do modelo de Burgstahler e Dichev (1997)

Tendo em conta o método de deteção de práticas de *earnings management* baseado na observação e análise da distribuição dos resultados relatados, apresentado no ponto 3.3. deste trabalho, pretendemos pela análise das distribuições empíricas a seguir apresentadas relativas às micro, pequenas e médias empresas (histogramas apresentados individualmente) e relativas às PME (histograma global) averiguar se existe ou não uma descontinuidade (ao centro da distribuição) e, assim, constatarmos se existe ou não uma potencial prática de manipulação de resultados por parte das empresas.

De salientar que neste ponto, as empresas serão agrupadas de acordo com a sua dimensão em três classes: micro, pequenas e médias empresas. Para esta classificação serão utilizados os critérios da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. De acordo com esta recomendação, são classificadas como microempresas as entidades que empregam menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não excede os 2 milhões de euros. Para efeitos do presente estudo, as pequenas e médias

empresas (PME) não incluem as microempresas. As pequenas empresas caracterizam-se por apresentarem um número de pessoas ao serviço inferior a 50 e um volume de negócios anual ou um balanço total de 10 milhões de euros. As médias empresas caracterizam-se por apresentarem um número de pessoas ao serviço inferior a 250 e um volume de negócios anual de 50 milhões ou um balanço total de 43 milhões de euros.

Pela análise dos gráficos a seguir apresentados, podemos aferir que existe uma descontinuidade (ao centro da distribuição) e, por isso, existe evidência para uma potencial prática de manipulação de resultados por parte das empresas.

É visível essa descontinuidade nos 3 gráficos, referentes às micro (gráfico 4), pequenas (gráfico 5) e médias (gráfico 6) empresas.

De acordo com Moreira (2008), “a existência de manipulação para evitar perdas deverá traduzir-se numa anormalmente reduzida frequência de empresas com pequenos resultados negativos e numa anormalmente elevada frequência de empresas com pequenos resultados positivos, traduzindo-se em descontinuidades no assumido perfil *smooth* da distribuição” (p. 24).

Constata-se assim, pela análise gráfica, que um grande número de empresas tende a manipular os seus resultados em torno de zero. Como era expectável, as empresas revelam interesse em apresentar valores positivos, mas próximos de zero (Cunha, 2013; Moreira, 2008), com o intuito de pagarem um valor de imposto mais baixo, mas ao mesmo tempo sustentável para conseguirem obter concessão de crédito junto da banca. Por outro lado, verifica-se um reduzido número de empresas com valor negativo, o que é também expectável, na medida em que, nessa situação as empresas ficam expostas e sujeitas à revisão das suas contas por parte da administração fiscal.



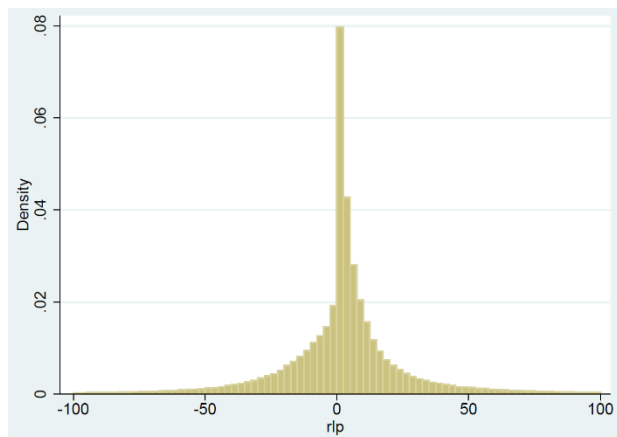


Gráfico 3: Distribuições empíricas dos resultados líquidos para as microempresas.

Fonte: programa STATA 14.0

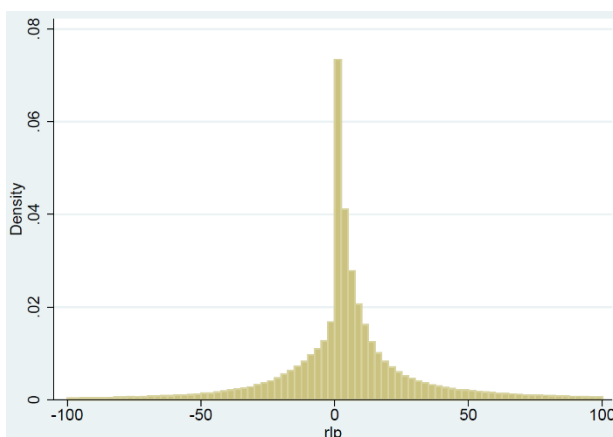


Gráfico 4: Distribuições empíricas dos resultados líquidos para as pequenas empresas.

Fonte: programa STATA 14.0

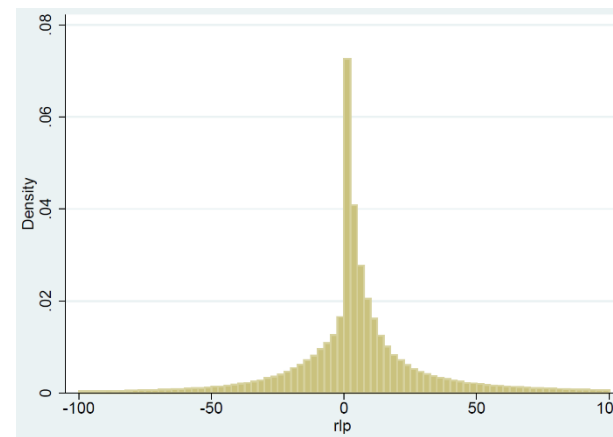
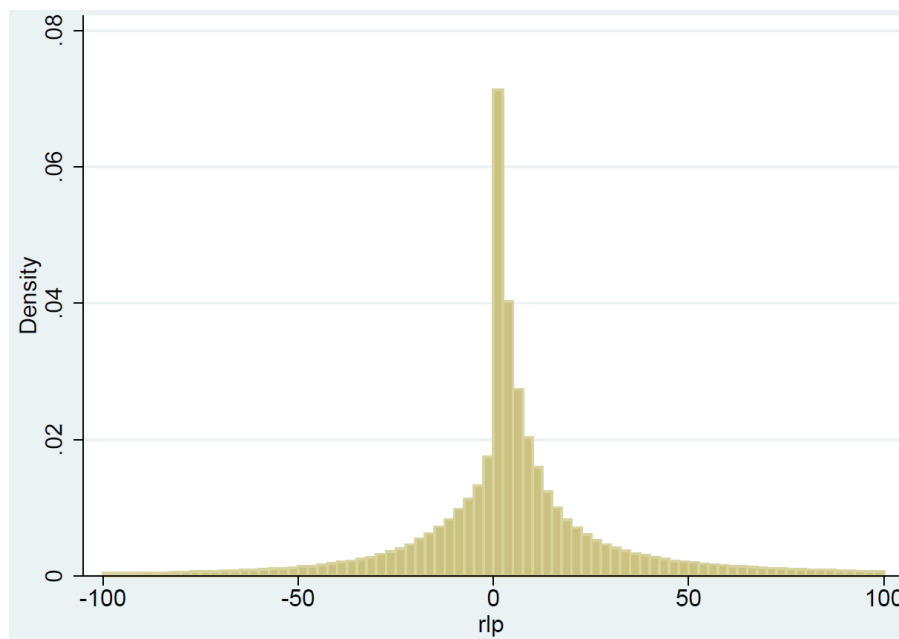


Gráfico 5: Distribuições empíricas dos resultados líquidos para as médias empresas.

Fonte: programa STATA 14.0



**Gráfico 6:** Distribuição dos resultados para as PME.

**Fonte:** programa STATA 14.0

Pela análise do gráfico 7 (histograma global), são visíveis as descontinuidades em torno de zero. Esta análise é consistente com a intuição feita no ponto 3.3., onde é visível no centro da distribuição a prevalência do incentivo fiscal por parte das empresas sobre o incentivo da qualidade da informação, com o fim último de beneficiar a empresa.

Importa não esquecer que, este método de deteção de práticas de *earnings management* também não é isento de limitações, destacando-se para o efeito o seu diminuto âmbito de aplicação, uma vez que é frequentemente utilizado quando se pretende perceber o fenómeno manipulativo em torno de resultados nulos (Cunha, 2013; Moreira, 2008). Neste sentido, a análise gráfica serve como uma avaliação suplementar do comportamento das PME, pois iremos analisar nos pontos seguintes a evidência de manipulação de resultados nas empresas familiares através de um modelo econométrico, quantificando a informação retirada da base de dados SABI, recorrendo à aplicação do modelo de deteção baseado em *accruals* proposto por Dechow e Dichev (2002).

## 5.2 Implementação do modelo de Dechow e Dichev (2002)

### 5.2.1 Qualidade dos *accruals*

Na tabela 6 apresenta-se, sinteticamente, as estatísticas descritivas referentes aos coeficientes de regressão e aos coeficientes de determinação do modelo de Dechow e Dichev (2002) para as empresas familiares.

Coeficientes	Mediana
<i>Constante</i>	0,3071
<i>Lagged</i>	0,1185
<i>Current</i>	-0,7890
<i>Future</i>	0,0966
$r^2$	0,9596
<i>DP</i>	0,8908
<b>N</b>	<b>64.646</b>

**Tabela 6:** Resultados de estimação do Modelo de Dechow e Dichev (2002).

Tendo por base o estudo de Dechow e Dichev (2002), é expectável que os coeficientes relativos a *lagged*, *current* e *future*, assumam valores positivo, negativo e positivo, respetivamente. Por conseguinte, os valores medianos obtidos por nós corroboram essa expectativa, logo dão-nos confiança razoável para utilizar o valor dos resíduos  $E_i$  como a variável dependente (*accruals* discricionários) do nosso modelo.

Quer isto dizer que, os *accruals* está negativamente relacionado com os *cash flows* operacionais presentes, mas positivamente relacionado com os *cash flows* passados e futuros. Com efeito, podemos aferir que os *cash flows* operacionais passados e futuros explicam os *accruals*, ao contrário dos *cash flows* operacionais presentes.

### 5.2.2 Estatística Descritiva

Na tabela 7 estão apresentadas as estatísticas descritivas da amostra global, permitindo-nos fazer uma caracterização da mesma, de forma a compreender o comportamento das variáveis. A tabela 7 descreve de um modo global os valores médios, mínimos e máximos, como também o desvio-padrão de todas as variáveis do modelo.

Variáveis	N	Média	Desvio		
			padrão	Mínimo	Máximo
<i>DP</i>	64.646	1,2762	1,4467	0,0000951	33,73381
<i>Endiv_medio</i>	64.646	0,7541	0,9043	0,0001783	57,96541
<i>ROA_medio</i>	64.646	-0,0162	0,2040	-14,39518	3,224783
<i>Dimensao_media</i>	64.646	5,5775	1,4449	0,1894952	13,53377
<i>Txcresc_medio</i>	64.646	24,6812	6097,09	-0,9999891	1550177
<i>perc_acci_igual_gestor</i>	64.646	0,7763	0,2887	0	1
<i>soma_cap_det_acci_igual_gestor</i>	64.646	70,2807	35,5891	0	100

**Tabela 7:** Estatística descritiva da regressão linear múltipla

Pela análise da tabela 7, podemos destacar alguns aspetos, tais como: as empresas da amostra apresentam um endividamento médio de cerca de 75%; a taxa de crescimento média do volume de negócios situou-se próxima dos 25%; em média, 77,6% dos acionistas tinham pelo menos um apelido igual ao dos dois apelidos do gestor e a percentagem de capital detido pelos acionistas que têm pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do gestor situou-se, em média, em 70,3%.

### 5.2.3 Resultados empíricos

Neste ponto, procederemos à apresentação dos resultados da estimação do modelo econométrico, ao qual recorreremos para analisar o papel das empresas familiares na prática de manipulação de resultados.

Coeficientes	DP	
	(1)	(2)
Endiv_medio	0,1883*** (0,0251)	0,1892*** (0,0252)
ROA_medio	-0,4583*** (0,0753)	-0,4640*** (0,0758)
Dimensao_media	-0,1227*** (0,0041)	-0,1215*** (0,0041)
Txcresc_medio	<0,001*** (1,14e-08)	<0,001*** (1,19e-08)
Perc_acci_igual_gestor	-	-0,0393 (0,0279)
Soma_cap_det_acci_igual_gestor	-	0,0007*** (0,0003)
_cons	1,8072*** (0,0329)	1,7811*** (0,3805)
Observações	64.646	64.646
R <sup>2</sup>	0,0533	0,0535
S.E.E.	1,3931	1,393

Erros-padrão entre parêntesis. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tabela 8:** Resultados da estimação econométrica

**Nota:** devido à existência de heteroscedasticidade as estimativas dos desvios-padrões dos estimadores dos coeficientes foram determinadas de forma robusta.

$$AD_{it} = 1,7811 + 0,0007PE_{it} + 0,1892Endiv_{it} - 0,4640ROA_{it} - 0,1215Dimensão_{it} + 5,34e^{-7}Crescim_{it} + \varepsilon_i \quad (14)$$

Partindo do pressuposto que, quanto maior o desvio-padrão, menor a qualidade de informação refletida nos relatórios financeiros e maior a manipulação dos resultados, iremos de seguida interpretar as estimativas dos coeficientes.

Tendo por base os modelos apresentados na tabela 8, (1) referente à regressão linear múltipla sem as variáveis de interesse e (2) referente à regressão linear múltipla com as variáveis de interesse, respetivamente, encontramos-nos em condições de avaliar os resultados empíricos obtidos para as 64.646 empresas.

Em primeiro lugar, pronunciamo-nos sobre a significância individual de cada um dos parâmetros utilizando diretamente o *output* do STATA 14.0. Assim, podemos verificar que, com a exceção da variável **perc\_acci\_igual\_gestor**, todas as variáveis são individualmente estatisticamente significativas. As variáveis de controlo apresentam um *p-value* igual 0.000 e a variável **soma\_cap\_det\_acci\_igual\_gestor** apresenta um *p-value* igual a 0.006.

Pela análise do modelo (2), em relação à constante pode indicar que, sendo todos os regressores (variáveis explicativas) iguais a zero, o valor de DP igual a 1.7811 pode ser lido como o valor mediano dos desvios-padrão para as 64.646 empresas analisadas.

Olhando para os coeficientes das variáveis de controlo, temos que:

Quanto ao endividamento, mantendo tudo o resto constante, um aumento do peso do endividamento em um ponto percentual provoca um aumento estimado de 0,001892 unidades na medida da qualidade da informação financeira, o que significa que as empresas mais endividadas tendem a manipular mais resultados. Este resultado vem corroborar o que já foi dito anteriormente no ponto 4.4.2, onde empresas que apresentam níveis elevados de endividamento tendem a ter incentivos para manipular os seus resultados no sentido de evitarem incumprir determinados rácios financeiros (*covenants*) presentes em determinados contratos.

Em relação à rentabilidade, mantendo tudo o resto constante, um aumento na rentabilidade do ativo em um ponto percentual provoca uma diminuição estimada de 0,00464 unidades na medida da qualidade da informação financeira, o que significa que as empresas mais rentáveis tendem a manipular menos os resultados. Novamente este resultado comprova o que afirmamos no ponto 4.4.2., de acordo com a evidência empírica estudada. Assim, podemos concluir que as empresas que apresentam uma melhor *performance* tendem a manipular menos os seus resultados.

No caso da dimensão, mantendo tudo o resto constante, um aumento da dimensão em uma unidade provoca uma diminuição de 0,1215 unidades na medida da qualidade da informação financeira, o que significa que as empresas de maior dimensão tendem a manipular menos. Existe, portanto, uma relação negativa entre a dimensão e as práticas de manipulação de resultados. Importa lembrar, e de acordo com a evidência empírica anteriormente apresentada, que empresas maiores tendem a ser alvo de um maior escrutínio, através da fiscalização e regulação das mesmas. Este resultado vem validar estudos, como por exemplo, o de Cahan (1992) onde verificámos que empresas com maior visibilidade, tendem a manipular em sentido descendente para evitar que sejam criadas regulamentações específicas, as quais impliquem rentabilidades menores.

Por fim, quanto ao crescimento, mantendo tudo o resto constante, um aumento no peso do volume de negócios em 1 ponto percentual provoca um aumento estimado de  $5,34e-9$  unidades na medida da qualidade da informação financeira, o que significa que as empresas com maiores taxas de crescimento tendem a manipular mais os resultados. Este resultado vai ao encontro de estudos como são exemplo o de Tendeloo e Vanstraelen (2005).

Quanto à variável explicativa principal – propriedade da empresa – construímos duas variáveis, para perceber se existe ou não uma relação familiar entre acionistas e gestores.

Numa primeira instância, criámos a variável **perc\_acci\_igual\_gestor** que nos diz a percentagem de acionistas com pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do

gestor. Aqui, restringimo-nos a observar o grau de parentesco através dos dois últimos apelidos, dos gestores e dos acionistas, respetivamente. Verifica-se que o seu coeficiente é negativo e não é individualmente estatisticamente significativo (*p-value* igual 0,159). Assim sendo, não encontramos evidência de qualquer relação entre a medida da qualidade da informação financeira e a percentagem de acionistas com pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do gestor.

Numa segunda instância, criámos a variável **soma\_cap\_det\_acci\_igual\_gestor** que nos diz a percentagem do capital detido pelos acionistas que têm pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do gestor. Verifica-se que o coeficiente é positivo e individualmente significativo (*p-value* igual 0,006). Por consequente, encontramos evidência para a relação direta entre a estrutura de propriedade (tendo por base a concentração de capital) e *earnings management*.

Por conseguinte, pela análise do modelo (2), podemos constatar para as duas variáveis de interesse (que representam a variável explicativa principal do nosso estudo) que a variável referente à percentagem de acionistas com pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do gestor não é individualmente significativa (*perc\_acci\_igual\_gestor*). Todavia, a variável referente à percentagem de capital detido pelos acionistas que têm pelo menos um apelido igual aos dois apelidos do gestor é individualmente significativa (*soma\_cap\_det\_acci\_igual\_gestor*).

Analizados os resultados referentes às variáveis de controlo, estamos em condição de concluirmos, então que, os resultados obtidos, pelo estudo empírico realizado, confirmam um resultado positivo na relação entre a propriedade da empresa e a manipulação de resultados. Tal resultado valida a hipótese inicialmente formulada de que as empresas com carácter familiar estariam associadas a maiores práticas de manipulação de resultados do que empresas com carácter não familiar.

Os resultados obtidos, os quais apresentam um nível considerável de robustez, sugerem que existe uma relação direta entre a estrutura de propriedade e *earnings management*. Este resultado parece indicar que, nas situações em que existe um grau



de parentesco entre a gestão e os acionistas, há uma maior propensão para manipularem os resultados.

Tendo por base os principais indicadores económicos, no contexto internacional e nacional, para o período da nossa amostra (2005 a 2015), abordados no ponto 2.3.2.1. e a dicotomia existente em Portugal, relativamente aos incentivos à prática de manipulação de resultados, através da obtenção de crédito junto da banca, à qual fica associada a necessidade da empresa em apresentar um aumento dos resultados, e o potencial incentivo por parte das empresas em reduzirem o imposto sobre o rendimento e, por essa via a necessidade em diminuírem os seus resultados, é visível que as empresas familiares inseridas no contexto das PME, onde há a fusão da gestão com a propriedade da empresa, mostram que há indícios de debilidades na sua forma de atuação, monitorização e gestão.

Desta feita, esta dissertação é uma espécie de trabalho exploratório sobre o conceito de estrutura de propriedade (tendo em conta a concentração de capital) e o seu impacto na manipulação de resultados, ficando em aberto, como pista para investigações futuras, um estudo muito mais aprofundado sobre a evidência empírica validada.



# Capítulo 6

## Conclusão e desenvolvimentos futuros

### 6.1 Conclusão

Este estudo teve como principal propósito avaliar que tipo de impacto as empresas familiares têm na prática de manipulação de resultados.

A literatura sobre os *earnings management* é extensa e incide sobre diversos aspetos relacionados com os incentivos, instrumentos utilizados e constrangimentos à manipulação. Nesta linha de pensamento, este trabalho procurou dar mais um contributo ao estudar o impacto que as empresas familiares - no contexto das PME em Portugal - tem no *earnings management*.

O estudo que aqui foi desenvolvido assentou numa análise quanto à propriedade da empresa, e cujo elemento-chave recaiu em última instância sobre a concentração de capital detido pelos acionistas, na medida em que nos foi possível medir o poder dos acionistas em influenciar os gestores, com consequências reais refletidas na estratégia da empresa, em relação à estrutura de propriedade.

Partindo da definição de empresa familiar que consta nos estatutos da APEF,

“As empresas portuguesas, em que a maioria, ou uma parte importante do seu capital social, seja detida por pessoas ligadas por laços familiares, ou aquelas em que o seu capital social esteja concentrado em poucas pessoas, e sempre que alguns detentores do capital participem nos órgãos de controlo e/ou de gestão da empresa, e neles exerçam uma influência decisiva, qualquer que seja o setor de atividade económica a que esta pertença” (art.5º, cap. III, pp. 8-9)

e de acordo com a evidência revelada por alguma literatura, como mencionamos no ponto 4.4.1, definiu-se a hipótese de investigação que nos diz que um maior grau de parentesco estaria associado a um maior nível de *earnings management*. Os resultados empíricos deste estudo sugerem que há uma relação direta entre a estrutura de propriedade e a prática de *earnings managements*. Tal resultado certifica a hipótese

inicialmente formulada. Este resultado vem corroborar a ideia de que manter a propriedade do gestor acima de um certo nível permitirá que este se torne um membro sólido na empresa e desta feita tenda a expropriar a riqueza dos acionistas minoritários, por exemplo, como revela o estudo de Fama e Jensen (1983).

Este resultado vem atestar ainda a ideia de que a relação entre o fenómeno do “entrincheiramento” (medido através de um índice) com os *earnings management* seja semelhante à relação da propriedade detida pela gestão com as práticas de manipulação de resultados, revelada pelo estudo de Morck, Shleiffer e Vishny (1988). Podemos constatar neste estudo que, os autores concluíram que, na presença de uma posse de parte significativa da empresa por parte da gestão, maiores são os incentivos à adoção de ações em função de obter benefícios próprios, como são as práticas de *earnings management* com impacto direto na riqueza dos gestores, decorrentes, por exemplo, do aumento de resultados para aumentar os bónus e prémios a receber.

Foram introduzidas quatro variáveis de controlo no modelo, as quais são usualmente utilizadas em muitos estudos existentes acerca dos *earnings management*. Procedeu-se ao controlo para os tradicionais fatores como a dimensão e o endividamento, bem como para outras variáveis que alguma literatura considera importante ter em linha de conta, dado o impacto que podem ter na prática de manipulação de resultados como sendo, a rentabilidade e o crescimento.

No que concerne às quatro variáveis de controlo utilizadas no modelo, podemos concluir que se comportaram de acordo com o que era expectável inicialmente, tendo em conta o disposto na literatura estudada.

## **6.2 Desenvolvimentos futuros**

Doravante, no que diz respeito a desenvolvimentos futuros, deverá ser aprofundado em investigação futura o tema central desta dissertação.

A motivação para uma futura investigação é grande tendo em linha de conta a conclusão algo peculiar que a evidência empírica sugere e, tendo em conta que o tema do nosso trabalho prende-se com a qualidade de informação em empresas familiares,

com ressalva de imediato para a relevância do *corporate governance* numa empresa, mais especificamente para a estrutura de propriedade (*“ownership structure”*), o que nos leva a tomar atenção redobrada quanto ao impacto e influência da gestão na propriedade da empresa, isto é, quanto ao peso da propriedade detida pelo gestor e o seu poder de voto nas tomadas de decisão (*“insider ownership”*) (Demsetz, 1983; Fama e Jensen, 1983).

Feitas as conclusões e com base naqueles que foram os dados que emergiram do nosso estudo, estamos em condições para enumerar certas reflexões que num futuro próximo possam vir a ser exploradas em investigações futuras.

Tendo por base que, a alavanca à manipulação de resultados passa pelos incentivos e que no contexto português, estes passam essencialmente pela carga fiscal (através da redução dos resultados) e pela necessidade de concessão de crédito junto da banca (através do aumento dos resultados), estamos em condições para alertar para uma situação que não é de todo recente: o crédito malparado da banca em Portugal.

De acordo com dados do Banco de Portugal (BdP), o rácio de crédito malparado concedido às sociedades não financeiras passou de 7,2% em 2011 para 16,7% no primeiro semestre de 2016, período em que caiu a concessão de crédito.

Em investigações futuras, o crédito malparado da banca em Portugal deveria servir de base para uma investigação científica enquanto uma restrição ativa ao financiamento empresarial.



# Referências Bibliográficas

- Ali, A., Chen, T. Y., Radharkrishnam. (2007). Corporate disclosures by family-ownership-controlled firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44:238-286.
- Anderson, R. C. e Reeb, D. M. (2004). Board composition: balancing family influence is S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209-237.
- Anderson, R. C., e Reeb, D. M. (2003). Founding-family Ownership and firm performance evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328.
- Associação Portuguesa de Bancos (2016), *Overview* do Sistema Bancário Português.
- Baxter, P., e Cotter, J. (2009). Audit committees and earnings quality. *Accounting and Finance*, 49, 267-290.
- Banco de Portugal (2016), *Análise Setorial das Sociedades Não Financeiras em Portugal 2011-2016 – Estudos da Central de Balanços*.
- Bartov, E. (1993). The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review*, 68 (4), 840-855.
- Bartov, E., Givoly, D., e Hayn, C. (2000). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *SSRN Electronic Journal* (March 1999).
- Barua, A., Legoria, J., e Moffitt, J.S. (2006). Accruals management to achieve earnings benchmarks: a comparison of pre-managed profit and loss firms, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5-6), 653–670.
- Beasley, M. S. (1996), “An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, *Accounting Review*, Vol. 71, nº4, pp. 443-465.
- Bebchuk, L., A. Cohen e A. Ferrell (2004), “What Matters in Corporate Governance?” *Discussion Paper No. 491, Harvard Law School*.

- Beehr, T., Drexler, J.A., e Faulkner, S. (1997). Working in small family businesses: Empirical comparisons to non-family businesses, *Journal of Organizational Behavior*, 18 (3), 297–312.
- Beneish, M. D. (1999), “Incentives and Penalties related to earnings overstatements that violate GAAP”, *Accounting Review*, Vol. 74, nº4, pp. 425-457.
- Beneish, M. (2001). – “Earnings Management – A Perspective” – Working paper.
- Berger, P., E. Ofek e D. Yermack (1997), “Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1411-1438.
- Bergstresser, D. e Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80 (3), 511-529.
- Blundell-Wignall A., Atkinson P. e Lee H. (2008), *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*.
- Bradburry, M.E., Mak, Y.T., e Tan S.M. (2006). Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals. *Pacific Accounting Review*, 18(2), 47-68.
- Burgstahler, D. e I. Dichev. (1997). Earnings Management to Avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 99–126.
- Burgstahler, D., e Eames, M. (2006). Management of earnings and analysts’ forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5-6), 633-652.
- Cascino, S., Pugliese A., Mussolino, D. e Sansone, C. (2010). The influence of family ownership on the quality of accounting information. *Family business review*, 23 (3), 246-265.
- Cahan, S. F. (1992), “The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: a redefined test of the political-cost hypothesis”, *Accounting Review*, Vol. 67, nº1, pp. 77-95.



- Chang, J., e Sun, H. (2010). Does the disclosure of corporate governance structures affect firms earnings quality? *Review of Accounting and Finance*. 9(3), 212-243.
- Cheng, Q., Warfield T.D. (2005). Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review*, 80 (2), 441-476.
- Choi, Y., e Lin, S. (2006). The market premium to meeting or beating analysts' forecasts: further evidence from the UK. Manchester Business School Working Paper No. 509, 1-25.
- Chtourou, S., Bedard M.J., e Courteau L. (2001). Corporate governance and earnings management, Working Paper (University of Naval, Quebec).
- Cole, R. e H. Mehran (1998), "The effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry", *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, pp. 291-317.
- Comissão Europeia (2009) - Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses.
- Canyon M. e Thomsen S. (2002). Corporate Governance: Mechanisms and Systems. Corporate Ownership: pp. 121 – 136.
- Correia, L. A. (2009). SNC vs. POC – Uma primeira abordagem. *Revisores & Auditores*.
- Cunha, M. R. (2013). Métodos empíricos para detetar práticas de manipulação de resultados. *Revisores & Auditores*.
- Daily, C.M. e Dollinger, M.J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally-managed firms. *Family Business Review*, 5, 117 – 136.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., e Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance*, 45, 241-267.
- Dechow, P. e Skinner, D. (2000). "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators", *Accounting Horizons* 14 (2), pp. 235-250.

- Dechow, P. & Dichev, I. (2002), "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors", *The accounting review* 70(2), pp.193-225.
- Dechow, P., Sloan, R. e Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70 (2), 193-225.
- DeFond, M.L. e Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*. 17, 145-176.
- Demsetz, H. e Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93 (6), 1155-1177.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 375-394.
- Fama, E. F. e Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 327-349.
- Gompers, P., J Ishii e A. Metrick (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 107-155.
- Gonçalves, A. (2005). Contabilidade Criativa ou Engenharia Contabilística, *Revista da Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas*, Outubro, 36-48.
- Grossman, S. J. e O. D. Hart, "Corporate Financial Structure and Managerial incentives", in J. McCall (ed.) (1982), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, 107-137.
- Guidry, F., Leone, A. J., e Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26 (1-3), pp. 113-142.
- Hansmann, H. (1988). Ownership of the Firm, *Journal of Law, Economics and Organization*, 4 (2), 267-305.
- Hansmann, H. (1996). *The Ownership of Enterprise*, The Belknap Press of Harvard University Press: Cambridge, MA.

- Healy, P. e J. Wahlen. (1999). "A review of the earnings management literature and its implications for standard settings". *Accounting Horizons* 13 (4), pp. 365-383.
- Healy, P. (1985). The effects of bonus scheme on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3), 85-107.
- Holthausen, R., Larcker, D. e Sloan, R. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 29-74.
- Iatridis, G., e Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: a financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18 (4), 164-173.
- INE (2016), Empresas em Portugal – 2014.
- Jaggi, B., Leung, S. e Gul, F. (2009). Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28, 281-300.
- Jarrell, G. e A. Poulsen (1988), "Dual-Class Recapitalizations as anti-takeover mechanisms: the recent evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 129-152.
- Jensen M. C. e Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 11 (4): pp. 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of free cash flow, Corporate Finance, and Takeovers", in *American Economic review*, 76, 2, 323-329.
- Jiang, W, Lee P. e Anandarajan A. (2008). The association between corporate governance and earnings quality: further evidence using the Gov-Score. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*. 24, 191 – 201.
- Jones, J. (1991). "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, v. 29, n. °2, 193-228.

- Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37, 57–81.
- Kasznik, R., e McNichols, M. (2002). Expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting Research*, 40 (3), 727-759
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management.
- Larcker, D. F., Richardson S. A. e Tuna I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82 (4), 963–1008.
- Lee, J. (2006). Family firm performance: further evidence. *Family Business Review*, 19, 103-114.
- Le Breton-Miller, I. e Miller, D. (2009). Agency vs stewardship in public family firms: a social embeddedness reconciliation. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (6), 1169-1191.
- Matsumoto, D.A. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*, 77 (3), 483-514.
- Matsunaga, S.R., e Park, C.W. (2001). The effect of missing quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus. *The Accounting Review*, 76 (3), 313-332.
- Morck, R., Shleifer, A. e Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20 (1), 293-315.
- Moreira, J. (2005): A Investigação Positivista em Contabilidade: Factos marcantes nas últimas quatro décadas, *Working Paper*, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Março.
- Moreira, J. A. (2008). “A Manipulação dos Resultados nas Empresas: um contributo para o caso Português”, *Jornal de Contabilidade da APOTEC*.
- Mulford, C. W. e E. E. Comiskey (2005). “The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices”, Wiley.

- Nobes, Christopher, (1996b). *International Guide to Interpreting Company Accounts 1996-97*, FT Financial Publishing, Pearson Professional Limited, Londres.
- OCDE, (2017). *Estudos Económicos da OCDE: Portugal 2017*.
- Peasnell, K., Pope, P. e Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (7-8), 1311 – 1346.
- Penman, S. H. (2012). *“Financial Statement Analysis and Security Valuation”*, Irwin Professional Pub.
- Prencipe, A., Bar-Yosef, S., Mazzola, P. e Pozza, L. (2011). Income smothering in family firm-controlled companies: evidence from Italian listed companies. *Corporate Governance: an International Review*, 19 (6), 529-546.
- Prencipe, A., Markarian, G. e Pozza, L. (2008). Earnings management in family-ownership-controlled firms: evidence from R&D cost capitalization in Italy. *Family Business Review*, 21 (1), 71-88.
- Quivy, R., e Campenhoudt, L. (1998). *Manual de Investigação em Ciências Sociais*. Lisboa: Gradiva.
- Rezaee, Z. (2003). “Improving corporate governance: The role of audit committees”, *Management Auditing Journal*, 18 (6/7): pp. 530 - 537.
- Ronen, J. e V. Yaari (2007). *“Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research”*, Springer Series in Accounting Scholarship.
- Saleh, N.M., Iskandar, T.M., e Rahmat, M.M. (2007). Audit committee characteristics and earnings management: evidence from Malaysia. *Asian Review of Accounting*, 15(2), 147-163.
- Schipper, K. (1989). “Commentary: Earnings Management”, *Accounting Horizons*, pp. 91-102.

- Schulze, W.S., Lubatkin, M. H. e Dino, R.N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family-ownership-controlled firms. *Managerial and Decision Economics*, 259, 247-259.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1989), "Management Entrenchment: the Case of Manager-Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.
- Shleifer, A. e Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*. 94 (3), 461-488.
- Shleifer, A. e Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Shuto, A. (2007). Executive compensation and earnings management: empirical evidence from japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16 (1), 1-26.
- Siebels, J. F. e Knyphausen-Aufseß, D. (2011). A review of theory in family business research: the implications for corporate governance, *International Journal of Management Review*. 1-25.
- Siregar, S.V. e Utama, S. (2008). Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size and corporate-governance practices: evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*. 43, 1 – 27.
- Stolowy, H. e Breton, G. (2003). Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework. *Review of Accounting and Finance*, 3 (1), 5-92.
- Stulz, R. M. (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", in *Journal of Financial Economics*, 26. 1, 3-27.
- Subramanyam, K. (1996): The Pricing of Discretionary Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, pp. 249-281.
- Sweeney, A.P. (1994). Debt-covenant violations and managers accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17 (3), 281-308.

- Tendeloo, B. e Vanstraelen, A. (2005). *Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market*, *European Accounting Review*, 17 (3), pp. 447-469.
- Wang, D. (2006). Founding Family Ownership and Earnings Quality. *The Accounting Review*. 44, 619-659.
- Warfield, T. D., K. L. Wild e J. J. Wild (1995), Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, pp. 61-92
- Watts, R. e J. Zimmerman (1978). “Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards” – *The Accounting Review*, vol. LIII, nº1, January, pp. 112-134.
- Watts, R. L. e Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, 131 – 156.
- Zeckhouser, R. e Pound, J. (1990). Are Large Shareholders Effective Monitors? – An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, in *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, G. R. Hubbard (ed) University of Chicago Press: Chicago.
- Xie, B., Davidson W., e DaDalt P. (2003). Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9 (3), 295-317.